



## 101 年自提研究計畫

# 美國、歐盟及亞太地區信評機構發展模式 對於我國金融產業之影響 【結案報告】

補助單位：中華民國銀行商業同業公會全國聯合會

計畫主持人：沈中華

共同主持人：黃玉麗

顧問：沈大白

協同主持人：賴威仁

研究員：吳宜聰

研究助理：賴建宇

中華民國一〇一年十一月



財團法人台灣金融研訓院自提研究計畫

# 美國、歐盟及亞太地區信評機構發展模式 對於我國金融產業之影響

補助單位：中華民國銀行商業同業公會全國聯合會

本報告內容純係研究團隊之觀點，

不應引申為補助單位中華民國銀行商業同業公會全國聯合會之意見。

計畫主持人：沈中華

共同主持人：黃玉麗

顧問：沈大白

協同主持人：賴威仁

研究員：吳宜聰

研究助理：賴建宇

中華民國一〇一年十一月



## 摘要

信用評等產業在金融海嘯之後，檢討的聲浪不斷，主要問題來自預警性差、獨立性不足、付費機制及缺乏監管等構面。而信評機構所提供之評等意見，亦必須讓主管機關及使用者易於瞭解、使用，避免發生金融海嘯時因評等表面文字而遭到誤用的情況，因此，為協助瞭解信評產業的現況及問題，本研究將專注於探討：一、外部信用評等是否適合作為授信及投資業務之管理依據；二、美國、歐洲及亞太地區各國信評事業發展經驗，瞭解信評產業發展現況與趨勢；三、金融海嘯之後各國信評產業管理法令調整狀況，以及減少信用評等使用替代方案研究。

針對上開問題，本研究結論認為，信用評等結果存在諸多假設與適用限制，使用其作為投資或授信決策的參考資訊，應瞭解其背後的評等意涵後謹慎使用；在信評事業發展的情況上，由於金融海嘯對金融商品評等的衝擊，各家信評機構的營運狀況已在 2008 年達到谷底，近年雖已逐漸穩定，但復甦力道仍弱；最後，各國在金融海嘯後，希望促進信評產業競爭，以解決信用評等產業存在的問題，致使信評機構在產業內部及外部存在業務競爭，然而，改善信評產業的收費機制，由發行者付費改為訂購者付費，或許才是解決信評產業問題的根源。

本研究建議金融監理機構應減少使用信用評等結果作為監管依據，讓金融業自行決定參考使用之信用評分機制，而金融業亦應隨時檢視自身各項業務規範，除參考信用評等公司資訊外，應輔以其他相關信用資訊做成適當決策，此外，為促進信用資訊提供機構合理之競爭，對其應採取同質管理規範。最後，希望藉由研究成果，提供主管機關、金融業者及國內企業掌握國際各區域發展信評事業的現況與趨勢之參考，研擬改善我國金融業及監理機關使用信用評等資訊之政策建議。



# 目 錄

目 錄.....	I
表目錄.....	III
圖目錄.....	V
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與目的.....	1
第二節 信用評等產業發展所面臨之問題與批評.....	2
第三節 研究方法與預期成果.....	8
第二章 本研究相關議題之文獻探討.....	11
第一節 國內外文獻研究綜述.....	11
第二節 信用評等機構發展模式及歷程.....	22
第三節 信用評等產業結構及收費機制探討.....	25
第四節 信用評等機構發展模式對金融產業的影響.....	29
第三章 國際信用評等產業發展趨勢與現況.....	37
第一節 美國信用評等產業發展與現況.....	37
第二節 歐盟信用評等產業發展現況.....	45
第三節 亞太地區信用評等產業發展現況.....	54
第四章 信用評等機構評等模式分析.....	63
第一節 主要信用評等類別分析.....	63
第二節 信用評等對於企業評等模式分析.....	76
第三節 國家主權風險評等.....	89
第四節 銀行業如何看待與使用信用評等.....	100
第五節 企業金融對於信用評等使用方式探討.....	121
第五章 金融海嘯後金融機構使用信用評等方式探討及其影響.....	135
第一節 金融海嘯後各國信用評等機構管理法令修正概況.....	135
第二節 減少使用信用評等之替代方案研究.....	162
第三節 金融業使用信用評等方式之比較.....	172
第六章 結論與建議.....	179
第一節 結論.....	179
第二節 建議.....	182
參考文獻.....	185
附錄一_信用評等事業管理規則.....	193
附錄二_信用評等事業業務章則應行記載事項.....	201





## 表目錄

表 1-1：抨擊信評機構評論時序表.....	3
表 3-1：美國註冊信評公司彙整表.....	40
表 3-2：美國信評機構(NRSROs)評等發布數量表.....	41
表 3-3：年美國信評機構各類評等 HHI Inverse 分布表 .....	43
表 3-4：美國各家信用評等機構分析師人數分布表.....	45
表 3-5：於歐盟註冊、認證之信評機構彙整表.....	53
表 3-6：亞洲各國信評機構表.....	55
表 4-1：信評機構對金融機構評等使用之主要財務比率.....	65
表 4-2：保險公司外部支持力度等級.....	67
表 4-3：標準普爾單年期全球發行體信用評等變動率矩陣表.....	68
表 4-4：業務風險及財務風險對信用評等結果的假設矩陣.....	80
表 4-5：影響企業的國家風險項目分類表.....	82
表 4-6：一般常見的公司治理問題表.....	85
表 4-7：S&P 國家主權信用評等標示範例 .....	90
表 4-8：S&P 經濟分數分析表 .....	94
表 4-9：S&P 外部分數分析表 .....	96
表 4-10：內外部評等差異比較.....	103
表 4-11：聯徵中心有關企業之信用資料類別與產品.....	110
表 4-12：聯徵中心評分資訊應用之建議.....	112
表 4-13：台灣外部信用評等服務三大提供者比較.....	113
表 4-14：信用評等模型種類及其應用 .....	134
表 4-15：傳統授信與信評模型之比較.....	134
表 5-1：降低依賴外部信用評等政策選擇之效用及效率.....	151
表 5-2：降低主權負債評等政策選擇之效用及效率.....	152
表 5-3：改善信評市場及品質政策選擇之效用及效率.....	154
表 5-4：信評不正確導致投資人損失政策選擇之效用及效率.....	155
表 5-5：加強信評機構獨立性及品質政策選擇之效用及效率.....	156
表 5-6：金融控股公司、銀行基本資料.....	172
表 5-7：外部信用評等使用程度.....	174
表 5-8：金融機構使用各種外部信用評等之頻率.....	176
表 5-9：金融機構使用各種外部信用評等之比率.....	177



## 圖目錄

圖 1-1：研究架構示意圖 .....	9
圖 2-1：本研究文獻佐證關聯圖 .....	11
圖 3-1：美國信評機構評等發布數量占比圖 .....	42
圖 3-2：三大信評公司近年營業毛利比 .....	44
圖 3-3：註冊信評機構數在歐盟各國之分佈 .....	51
圖 3-4：歐盟註冊信評機構數以是否屬於前三大集團分類 .....	52
圖 4-1：企業信用評等架構圖 .....	69
圖 4-2：債券信用評等架構圖 .....	71
圖 4-3：資產證券化相關商品 .....	72
圖 4-4：美國地方政府一般債務評等分析圖 .....	75
圖 4-5：S&P 長期與短期評等關連圖 .....	77
圖 4-6：S&P 國家主權評等架構圖 .....	91
圖 4-7：標準普爾銀行業的評等架構 .....	106
圖 4-8：TCRI 等級 vs.放款承作方式 .....	108
圖 4-9：信用評等指標體系圖 .....	127
圖 4-10：內部風險評等流程圖 .....	130
圖 5-1：歐盟執行委員會解決信評問題流程圖 .....	149
圖 5-2：歐盟執行委員會為降低風險所訂定之目標 .....	150
圖 5-3：金融機構於授信決策是否使用外部信用評等及其影響程度 .....	175
圖 6-1：近十年美國資產抵押證券(不含 MBS)發行量 .....	181



# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與目的

信用評等在國外已有百餘年的發展歷史，19 世紀中期最早是以債券評級的方式出現，1800 至 1850 年間美國盛行發行國家債券、地方政府債和鐵路債券，1931 年穆迪將信用評等擴展到公用事業和工業債券上，並創立第三方獨立的信用評等方式，信用評等首次進入證券市場。然而，在金融海嘯之後，檢討國際三大信評機構問題的聲浪不斷，主要問題來自預警性差、獨立性不足、付費機制及缺乏監管等構面。

預警性部分，自 1997 年亞洲金融風暴、2008 年金融海嘯，乃至近期的歐債危機，信評機構多在事件爆發後或是大型投資者已掌握充分資訊後才調降信評，預警性有較大改進空間；獨立性部分，信評機構多為盈利機構甚至是上市公司，在股東利益追求下影響信評機構獨立性、信評等級的真實性；付費機制部分，多數信評機構採受評者付費，而信評公司為留住大客戶或客戶為拿到好的評等，造成評等結果喪失公正性；最後，監管構面部分，由於評等結果被監管部門廣泛運用於監管金融機構，造成使用者過度專注於信用評等表面的等級文字，而逕依主管機關規範及評等結果進行投資，忽略去瞭解信用評等產生的過程及其限制，以及評等背後的假設及意涵。

有鑑於前述經驗，信評機構所提供之評等意見，必須讓主管機關及使用者易於瞭解、使用，避免發生金融海嘯時因評等表面文字而遭到誤用的情況，同時本研究也將就信評產業發展現況及其他信用評等替代方案進行介紹，因此本研究將專注於探討下列問題：

一、國際信評產業所遭受批評的主要問題，而在此情況下，我國金融

業是否仍須仰賴外部信用評等，作為授信及投資業務之管理依據？

- 二、藉由深入分析研究國際信用評等產業發展現況，運用美國、歐洲及亞太地區各國信評事業發展經驗，瞭解信評產業是否持續向上發展、或是發展已達高峰，並透過分析國際主要信評機構評等模式，提供金融業者對於信評機構有更為深入的瞭解。
- 三、金融海嘯之後各國信評產業管理法令已有調整，將於探討法令調整狀況後，從事減少信用評等使用替代方案研究，並對美國、歐盟及亞太地區信評機構的發展經驗、監管制度及發展趨勢做整合性的探討。

最後，希望藉由研究成果，提供主管機關、金融業者及國內企業掌握國際各區域發展信評事業的現況與趨勢之參考，研擬改善我國金融業及監理機關使用信用評等資訊之情況，並提出改善我國信用評等產業之政策建議。

## 第二節 信用評等產業發展所面臨之問題與批評

信用評等機構(以下簡稱信評機構)的主要工作，是給予一家公司或是一項金融工具不同的信用評等級別，用以衡量其未來債務發生違約之可能性，而個別公司、金融工具的信用評等結果，亦是金融機構判斷是否參與授信、投資的主要準則之一。正因如此，加上美國證管會(SEC)在1975年起對信評機構加強管理，給予主要信評機構國際認證評等組織(Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO)地位，建立信評產業一定的進入障礙，復以信評機構付費機制過去多採取「發行人付費」模式(issuer pays model)，產生利益衝突(conflict of interest)的問題，諸多信評機構相關問題均為學者認為在2007年至2009年發生金融海嘯的導火線之一。亞太地區各國信評機構

的發展主要來自於國際三大信評機構，即標準普爾(Standar & Poor's)、穆迪(Moody's)及惠譽(Fitch)所設立的分公司或於當地投資設立子公司。除前述類型外，部分國家因經濟型態快速發展，對信評事業產生一定需求，而產生自己的信評事業發展模式。以中國大陸為例，1980年代後期由於大陸債券市場不斷發展及借貸關係趨於頻繁的形勢，社會信用管理的需求日益高漲。隨著大陸債券市場的發展，廣大投資者急需依賴對債券還本付息的可靠性程度進行分析作為投資的依據，而銀行也需對企業的貸款償還能力及信譽程度作出評價，因此許多省市的人民銀行紛紛設立評級委員會，或其他類似的內部信用評等部門，往後在政府監管機關的推動及信評業務迅速發展環境，逐漸發展而產生專業的信評機構。此外，亞太地區部分國家亦擁有自行發展設立的信評機構，這些國家信評事業發展的經驗，在金融海嘯及歐債危機發生後，更加值得探討。

值得注意，信評機構應為市場所承認具有獨立性的信用意見提供者，其所發布的信用評等意見書，須有助於減低債券發行人與投資人間的資訊不對稱。惟自 2001 年美國安隆(Enron)案、2002 年世界通訊(WorldCom)公司案爆發之後，各界嚴重批評信評機構發出信用評等時間點落後性的浪潮不斷，再加上歐債危機時，三大信評機構在調降相關國家的信用評等後，進一步拉高其舉債成本，形成歐元區主權債務危機。為此，各國監理機關已紛紛開始調查並謀求改進之道，避免過於依賴信評機構。相關評論時序整理如表 1-1 所示。

表 1-1：抨擊信評機構評論時序表

相關事件/商品	評論者	評論時間	評論內容
次貸風暴後美國各界採取措施	俄亥俄州檢察長 Marc Dann 眾議會金融服務委員會主席 Barney Frank 參議院銀行委員會議員 Richard Shelby	2007.8	Marc Dann 雇用華爾街金融分析師，以協助調查三家信評機構在次級房貸風暴中扮演的角色，是否涉及犯罪行為。 (2007.7.6 彭博社外電) Barney Frank 計畫召開聽證會檢討

相關事件/商品	評論者	評論時間	評論內容
			<p>信評機構的表現，他表示「在這次的危機中，這些機構做得不夠好。」  <b>(2007.8.16 時事評論)</b>  Richard Shelby 則強調「在次級房貸風暴扮演關鍵角色後，信評機構必須承擔部分責任。」  <b>(2007.8.21 時事評論)</b></p>
信評機構反應慢半拍	前金鼎證券資深副總經理 儲蓉	2007.8	<p>銀行界曾於2006年就已警告次級房貸的危機，但信評機構卻於2007年7月才開始大舉調降相關證券的評等，如貝爾斯登旗下基金垮台或中止贖回及CDO嚴重虧損等。表現遲鈍的反應已讓各界忍無可忍，顯示信評機構於資訊傳遞的反應過慢。  <b>(2007.8.19經濟日報)</b></p>
次貸風暴席捲全球三大信評機構難辭其咎	美國證券交易管理委員會主席 Cox	2008.7	<p>SEC 主席於記者會指出「針對信評機構進行冗長的調查後，我們發現這些公司有出現諸多嚴重缺失的地方。」經 10 個月調查，SEC 認定三大國際評等機構在實務上有多項重大缺失，其中一項是為獲利而犧牲產品品質。  <b>(2008.7.10 工商時報)</b></p>
我被信評公司害死的	前永豐金融控股公司執行長 盧正昕	2008.10	<p>花旗銀行子公司打著母公司的招牌進行銷售結構式投資工具(SIV)，永豐金控採信 Moody's 給予的評等(AAA)及母公司的品牌投資，卻因金融海嘯慘賠，單 2008 年第一季就已累計提列呆帳 92 億元。盧正昕表示「我都是很冤枉的，都是 AAA rating，被 rating agency 害死的，子公司打著母公司名號耍黃牛。」  <b>(2008.10.20 商業週刊)</b></p>
美國的苦肉計	法國財政部長 Christine Lagarde	2008.12	<p>Lagarde 大罵美國人，讓雷曼兄弟倒閉是有預謀的。雷曼兄弟倒閉前向歐洲央行拆借 80 億歐元，雷曼兄弟英國分部在倒閉前一天向美國總部匯入 40 億美元。「這些情況，Fed 與美國財政部比我們知道的更多更早。」  <b>(2008.10.12 時事評論)</b></p>
還敢給人打分數？投資人授予穆迪標普惠譽不及格的 FFF 評級	Manning & Napier 金融服務基金 共同經理人 John Mitchell 《CNNMoney》專欄主筆 Paul R. La Monica	2009.6	<p>La Monica 於專欄文章指出，美國政府官員希望「降低投資人和監管部門對信評機構的依賴」；Mitchell 呼籲，信評機構應轉向投資人收取費用、提供評等資料，雖然這很不</p>



相關事件/商品	評論者	評論時間	評論內容
			容易做到，其亦表示：「之後可能還會爆出信評公司的更多問題，投資人可能要求瞭解更多內幕，但信評公司向發債企業收費的商業模式卻沒有重大改變」。 (2009.6.16 鉅亨網綜合外電)
巴菲特大砍穆迪持股 股價重挫	波克夏海瑟威投資公司董事長 Warren Edward Buffett 參議院銀行委員會主席 Christopher Dodd	2009.7	自爆發金融風暴後，穆迪、標準普爾與惠譽等全球三大債信評等機構，飽受投資人與國會議員抨擊。參議院銀行委員會主席 Dodd 即譴責「這三大機構，誤給予次級房貸債券最高評級，因而造成信貸市場崩潰」；穆迪公司最大股東巴菲特，亦批評「穆迪因評等錯誤而自砸招牌。」 (2009.7.24 工商時報)
穆迪信評還在灌水	穆迪信用評等公司前分析師 Eric Kolchinsky	2009.9	穆迪前分析師 Kolchinsky 表示「穆迪於 2009 年 1 月給予一項複雜的債務證券高評等，但當時該公司已調降此類證券評等的打算。幾個月後，該證券就被列入調降評等的檢討名單。」顯示穆迪仍繼續發布「灌水」的信評。 (2009.9.24 華爾街日報)
信評機構連續下修希臘、葡萄牙與西班牙的債信評等	太平洋投資管理公司投資長 Bill Gross	2010.5	Gross 指出信評機構一再判斷錯誤，已經越來越無足輕重，同時指控三大信評機構給予操作涉險交易的公司 AAA 評等，顯示最低程度風險，低估這些公司帶來的風險。同時認為信評機構涉及「過去數十年投資常識退化」，痛批在次級房貸危機中扮演「無恥荒謬」的角色。他也表示「過去 10 年，警告，遇到安隆(Enron)與世界通訊公司(WorldCom)案不只是慢半拍而已，最近它們盲目相信主權償債能力，導致希臘與南方鄰國負債嚴重超標。」 (2010.5.5 法新社華盛頓外電)
歐盟、星扶植新信評打破寡占	歐洲中央銀行總裁 Jean-Claude Trichet	2010.8	歐盟官方及新加坡政府推動的全新信用評等系統，明顯將矛頭指向現有三大國際信評業者，並認為其是全球金融海嘯的始作俑者，且不知悔改繼續引發歐債事件波瀾。Trichet 更主動提起「現在正是打破三大傳統評級機構壟斷全球市場的最佳時刻。」 (2010.8.16 工商時報)

相關事件/商品	評論者	評論時間	評論內容
歐洲部分國家遭 受信評機構降級	歐盟內部市場執行委員 Michel Barnier 德國財政部長 Wolfgang Schaeuble OECD 首席經濟學家 Pier Carlo Padoan	2011.7	<p>專家學者批評三大國際信評機構「壟斷市場」，並指出信評機構自行預言經濟慘澹，並透過信評實現預言，造成歐債危機惡化。Barnier 指出「我們首要之務，就是要求信評公司對主權債務評級必須更加嚴謹。」；Schaeuble 認為應該對信評機構的評語進行驗證，「以確認信評機構是否有濫權行為。」他也說：「我們需要檢視，是否有可能推翻信評機構的壟斷。」；Padoan 則指出信評機構不僅傳遞資訊，還會「提供評價，加速已在進行中的趨勢。」他說：「就好像把站在懸崖邊的人推下一樣，信評機構讓危機更加惡化。」</p> <p><b>(2011.7.18 法新社巴黎外電)</b></p>
安隆案(Enron)	MarketWatch	2011.8	<p>曾是美國最大能源貿易交易商的安隆公司爆發假帳風波，110 億美元股票化為泡沫前，卻享有最高等級的 AAA 債信評等。Market Watch 引用安隆案批評擔任市場非官方監管角色的信評機構，理應在風險情勢變化立刻提出警告，卻毫無所覺。</p> <p><b>(2011.8.9 MarketWatch)</b></p>
標準普爾調降美國債信評等	諾貝爾經濟學得主 Paul Robin Krugman	2011.8	<p>由於美國的財政赤字有一大部分是因為處理 2008 年金融海嘯後的經濟衰退，當時把許多垃圾債券評為最高等級債信的標準普爾引發這場金融海嘯，Krugman 批評「標準普爾厚顏無恥，根本沒資格來評定美國政府債信。」</p> <p><b>(2011.8.9 中國時報)</b></p>
信評公司真的可信？	台灣大學財務金融學系教授 沈中華	2011.8	<p>標準普爾常說「我們的評語就像是電影的影評，你可以不同意影評，當然也可不同意信評。」對於金融機構來說，信評機構的信用評等影響力無遠弗屆，「影評」與「信評」這兩者相差十萬八千里，信評機構卻自嫌為影評，沈中華指出「信評機構怎可把自己說成是影評，影響力之巨怎能僅以言論自由而卸責。」無論如何，投資人及金融機構應有評估部門，不可依賴「影評」，而市場缺少評等信評機構的公司，亦是問題之一。</p> <p><b>(2011.8.10 中國時報)</b></p>

相關事件/商品	評論者	評論時間	評論內容
抵押貸款證券	穆迪信評公司前分析師 William Harrington	2011.8	穆迪施壓分析師對有毒資產，如抵押貸款證券作出漂亮評等，「內部運作充滿利益衝突，穆迪高層及董事會必須為金融海嘯負責。」 (2011.8.22 自由時報)
全球曼氏金融破產案(美國第八大破產案)	Rapid 信評執行長 James H. Gellert CreditSights 信評執行長 Glenn Reynolds	2011.11	Rapid 信評兩年前即已給予曼氏金融垃圾評等，而三大信評機構在要曼氏要破產前卻仍給予「投資級評等」，Gellert 認為「事情實在太荒謬了。」另 Reynolds 亦批評「許多投資者只是根據這些評等就盲目買入，這會鼓勵三巨頭繼續給出逆向的評等，以維持有結構性問題但有利可圖的抵押債券評等。」 (2011.11.29 BusinessWeek)
信評機構太樂觀	避險基金經理人 James Chanos	2011.12	對於標準普爾將美國與多數的歐洲國家降評，但卻維持中國及其銀行的評等，Chanos 覺得相當驚訝。他在路透社 2012 年投資展望峰會指出「信評機構這件事情真的做錯了。」現在他對穆迪、標準普爾等信評機構不敢苟同，認為其對中國債務的樂觀展望只會助長他放空的決心。 (2011.12.8 大紀元時報)
標準普爾警告可能調降法國主權信用評等	法國中央銀行總裁 Christian Noyer	2011.12	Noyer 表示信評機構在拔除法國的 AAA 等級信評之前，應該先調降英國信評。他嚴詞抨擊「我只看到他們在歐盟高峰會後隔天，用批評的言論成功打擊市場樂觀氣氛」、「他們不管各國採取了強硬且正面的措施，依舊發出威脅，好像什麼都沒發生，甚至不該再是投資人參考指標。」 (2011.12.16 鉅亨網綜合外電)
短期間大幅調降希臘債信評等	國際貨幣基金(IMF)	2011.12	信評機構迷信歐元區為一整體的觀念，錯失對希臘債務的正確判斷，使希臘得以累積上百億歐元的主權債務，亦鼓勵投資戶持續投資希臘債券，導致投資人須承擔一半的投資損失，被 IMF 稱作是一種失職。 (2011.12.19 自由時報)
應減少依賴信評	中國人民銀行行長 周小川	2011.12	自次貸風暴發展至全球金融危機，全球金融市場對於信評業不甚滿意，原因之一在於事先希望信評機構能發現重大問題，非但沒有發現亦使信評水準受到質疑，顯示示

相關事件/商品	評論者	評論時間	評論內容
			警能力不足。 (2011.12.26 工商時報)
歐盟抨擊信評機構是金融海嘯幫兇	歐洲中央銀行理事 Christian Noyer	2011.12	標普提出降評警告的時機，正當德國與法國打算透過新條約及嚴厲的預算規範拯救歐元。歐洲央行理事 Christian Noyer 表示，標普在德法兩國達成協議後發布這項消息「很不恰當」。亦指出標普愈來愈偏向以政治因素決定國家信評。他說：「這些信評機構是 2008 年金融危機的幫兇之一，現在他們要再推波助瀾嗎」？ (2011.12.26 工商時報)

資料來源：本研究整理。

### 第三節 研究方法及預期成果

#### 一、研究方法

本研究主要藉由近代信用評等產業相關的文獻、報導的蒐集，歸納出該產業所遭致詬病的主要因素，再就學者對這些因素發生的主要問題根源，進行探討。此外，並訪談國內信用評等產業及金融機構風險控管部門人員，瞭解其對於信用評等資訊之看法其使用情況，試圖找出信用評等資訊的不足與受限之處，進而提出改善建議。最後，研究團隊將蒐集國內外相關法規資訊，探討在目前信用評等產業的發展狀況下，是否仍有不合時宜之處，並針對信用評等的替代方式，一併提出研究看法。

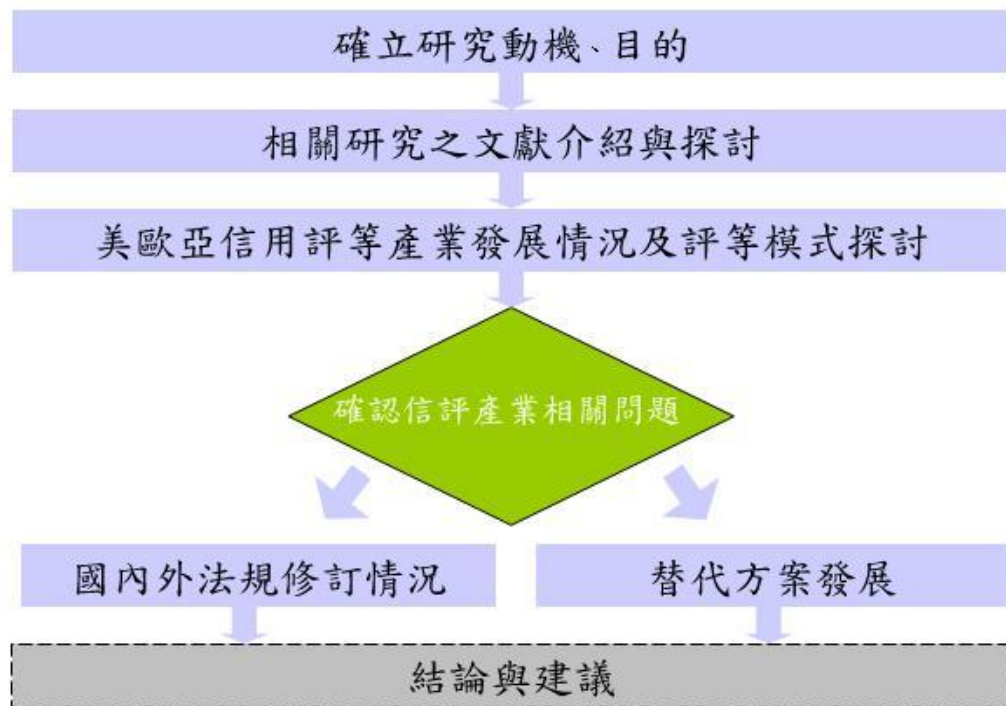


圖1-1：研究架構示意圖

## 二、預期成果

本研究預期成果將分為三大重點，包括美國、歐盟及亞太地區信評機構發展模式、信用評等機構評等模式分析與金融海嘯後金融機構使用信用評等方式探討及其影響，各節預期研究成果分述如下：

### (一)整理相關文獻，瞭解信用評等產業所面臨之問題，並整理國內外法規對於信用評等的運用情況

本研究希望藉由整理相關文獻，發現影響信評產業發展的重要問題，並協助我國金融業及主管機關瞭解信用評等受上述因素的影響情況，進而改善對信用評等的依賴程度。

### (二)美國、歐盟及亞太地區信評產業之研究及評等模式探討

從文獻探討、政策方向以及亞太地區信評產業發展之研究，以各國發展信評事業的原因與背景為出發點，探究其發展模式與歷程，瞭解各國區域性信評事業與國際三大信評公司主要差異性與競爭優勢、劣勢，再配合近期歐債危機事件，探討重大金融事件對國際及區

域信評機構之影響。此外，自金融海嘯以來，各國為增加信評資訊透明度，紛紛要求信評機構揭露其使用之信評模式與方法論。然而，這些信評模式與方法論為數眾多，一般使用者並不一定清楚瞭解其原理及使用方式。考量國內金融業者的使用情況，此節計劃以國際信評機構公布之企業及主權信評模式與方法論為主軸，協助國內金融業者及主管機關瞭解其使用方式及限制，進而得以有效運用評等資訊。

### **(三)瞭解信用評等替代方式及近期國內外信用評等法規修訂狀況**

在國際上對信用評等信心下滑之際，其他的替代方式也應運而生(如私人或半官方提供訂戶或會員信用分析資訊之機構、公益性信用評等學術研究機構)，本研究將盡可能介紹並討論這些替代方式的運作方式、影響及其所受之限制，進而探討對信用評等產業發展的影響與衝擊。此外，並整理國內外在金融海嘯後，信用評等相關法規之修訂情況，盼能提出未來修訂法規時之改善建議。

## 第二章 本研究相關議題之文獻探討

### 第一節 國內外文獻研究綜述

為了解本研究欲探討的三個問題，將先整理過去學術文獻針對相關問題所進行之研討，作為本研究探討與解析之相關佐證。相關文獻可分成三個部分探討，分別為(一)信用評等不一致的現象；(二)競爭程度對信用評等品質之影響；(三)主動提供信用評等(Unsolicited Rating)之影響。此三部份的文獻對本文進行研究問題的關係如下圖 2-1：

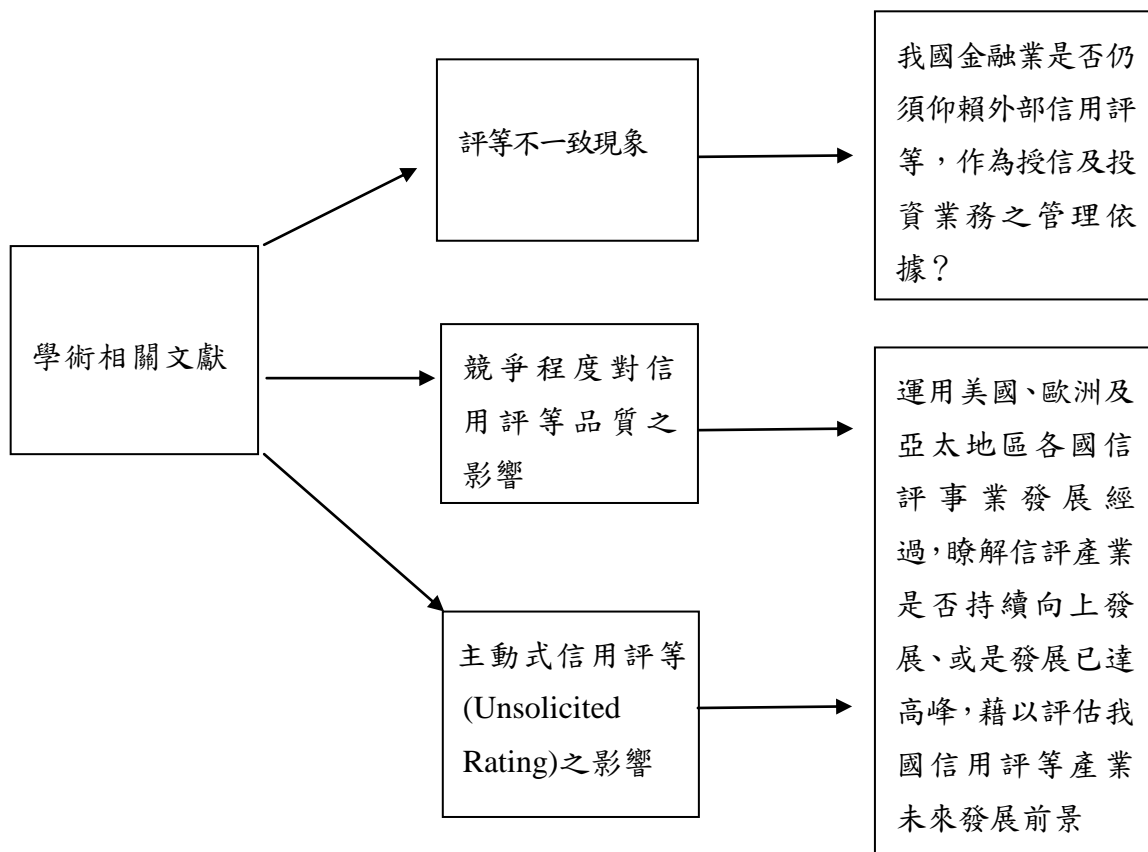


圖 2-1：本研究文獻佐證關聯圖

## 一、評等不一致現象

我國金融機構適用的各項法規中，常規定金融機構長期信用評等須達一定等級，始可承做各項放款與投資業務，如公開市場操作指定交易商實施要點第三條第一項，規定銀行及中華郵政股份有限公司符合下列信用評等條件者，得向中央銀行申請為一般指定交易商，其中信用評等條件，規定最近一年長期信用評等達下列等級之一者：1、標準普爾公司(Standard & Poor's Corporation)評級 A-以上；2、穆迪投資人服務公司(Moody's Investors Service)評級 A3 以上；3、惠譽國際信用評等公司(Fitch Ratings Ltd.)評級 A-以上；4、中華信用評等股份有限公司評級 twA-以上；5、英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司評級 A- (twn)以上；6、穆迪信用評等股份有限公司評級 A3.tw 以上。但不同的信評機構給予相同符號的評等等級，是否代表相同的評等標準，過去研究報告發現存在兩種評等不一致的現象。第一個評等不一致是指不同的信評機構給予同一企業不同的評等等級，第二個評等不一致係指信評機構對不同國家的發行體採用不同的評等標準。以下就兩個評等不一致說明如下。

### (一)第一個評等不一致：不同信評機構給予同一企業不同評等等級

近年來許多研究報告發現，不同的信評機構針對同一發行體給予評等時出現不同的評等等級。如 Ederington(1986)針對 1975 年至 1980 年間的評等研究，發現穆迪和標準普爾二家評等機構，對於新發行的債券有 10%至 15%評等結果不同，對於已流通在外的債權則有 25%評等等級出現不一致現象。Ederington 認為信用評等不一致原因為兩信用評等機構評等的隨機誤差。Beattie and Searle(1992)則針對 1990 年經 12 家國際性的信評機構評等並公佈的一千餘個長期債信的評等結果為研究對象，發現其中評等結果相同的僅佔 44%，有 35%的評等等級有一個評等等級的差異(a notch difference)，14%相差兩個評等差距，6%則相差三或三個以上的評等等級差異，若觀察最大的標準普



爾及穆迪兩家評等機構，發現僅有 64% 評等等級完全相同，可知確實存在評等不一致的現象。Moon and Stotsky(1993)以 252 個地方政府債券為對象，發現 198 個債券獲得相同的評等等級，評等不同的則有 54 個債券，佔全體樣本 21.4%，除一個樣本的評等等級差異超過一個等級外，其他均只相差一個等級。且發現標準普爾信評機構傾向給予較穆迪評等機構為高的評等等級。Cantor and Packer(1994)發現 64% 債券收到相同的穆迪與標準普爾信評機構所給予的評等，但穆迪與日本信評機構(Japanese Credit Rating Agency)卻只有 11% 評等相同，且發現日本及英國的銀行收到較高的本國評等機構所給予的評等，而加拿大及美國的銀行反而收到本國信評機構給予較差的評等。

Morgan(2003)研究穆迪及標準普爾在 1993 年給予美國 1,128 家公司的評等，其中包含 74 家銀行控股公司，發現兩家信評機構確實給予同一企業不同的評等，且此現象在保險公司及銀行業更加顯著，整體公司樣本，信評機構評等不一致 60%，其中銀行業評等不一致 62%，保險公司 79%，其他公司 58%，且發現銀行業平均而言有最佳的信用評等。他認為銀行業資產較不透明的特性可解釋評等不一致的現象，發現當銀行資產中放款、現金及交易資產會計科目的金額增加時，信評機構出現不一致評等的機率也隨之增加，因為這些資產相對而言較不透明且容易變動。當固定資產及資本增加時則可降低信評機構間的不一致。Jewell and Livingston(1999)及 Livingston, Naranjo and Zhou(2006, 2007)也將信評機構評等不一致現象歸因於資產不透明特性，造成信評機構與企業間訊息不對稱性，使不同信評機構有不同評等結果。Dandapani and Lawrence(2007)則指出信評機構採用評等標準不相同可以解釋三分之一的評等不一致現象，而其他三分之二則為訊息不對稱性、判斷性差異或隨機誤差所造成。Cantor and Packer(1997)也指出信評機構在給予企業評等時採用不同的評等模型。

## (二)第二個評等不一致：信評機構對不同國家的發行體採用不同評等標準

研究報告發現存在第二個評等不一致的現象，如 Cantor and Falkenstein(2001)表示信評機構對非美國企業採取較嚴厲的評等標準，他們比較同樣獲得投機級評等的美國及非美國企業違約機率，發現美國企業的違約機率為 3.3%，而非美國企業的違約機率卻只有 1.8%。認為可能是外國企業多數是近幾年才獲得評等，這幾年的違約機率相對較低，而美國的企業被評等的期間較長，其中經歷經濟情況較為混亂的階段。Ferri, Liu and Majnoni(2001)也指出信評機構對已開發國家與較低度發展國家採用不一致的評等標準，但並未說明評等不一致的原因為何。且發現在開發中國家，當一國主權評等被調降，該國的企業評等被調降的機率也很高，其相關係數高達 0.7，但在已開發國家主權評等與企業評等的相關性則不高。信評機構常以開發中國家的訊息揭露程度不佳作為以主權評等替代企業評等的理由。

Ferri and Liu(2004)利用全球 45 國 563 家公司為對象，發現已開發國家中個別企業的財務報表資訊可解釋信用評等，相反地，開發中國家的發行體評等卻主要決定於國家主權評等(sovereign ratings)，他們也發現一國機構品質(以 rule of law 當代理變數)及資訊揭露品質可以解釋部份評等標準的差異。Rojas-Suarez(2001)也認為銀行的財務比率(CAMEL)在工業化國家的評等上扮演重要的角色，但在新興市場(拉丁美洲及東亞地區)財務資訊對評等的重要性將大幅下降，如資本對風險性資產比率，對於一會計標準或會計報告不適當的國家而言(例如逾期放款分類不夠或呆帳費用提存不足)，將降低此指標的參考價值。此外，他主張當一國法律制度不完善，監督者無法即時採取行動，也將嚴重破壞銀行財務比率的有效性。

綜前文獻得知，我國法規將各信評機構給予相同符號的評等等級視為相同的違約可能性，甚至將本國信評機構給予的評等等級與國際信評機構給予的評等等級視為相同的違約可能性並不恰當。

## 二、競爭程度對信用評等品質之影響

自 1997 年亞洲金融風暴，2001 年美國安隆公司無預警宣佈破產，2007 年次級房貸風暴，至 2008 年華爾街金融危機，在一連串的金融危機與風暴事件之中，信評機構遭遇許多責難，並被控訴無法及時反應發行體及衍生性金融商品的信用風險，而仍給予良好的投資等級評等，使投資人遭受重大損失。此外，舉凡標準普爾(Standard & Poor's)、穆迪投資服務(Moody's)、惠譽信評機構(Fitch)皆屬於被動式評等，亦即係由企業付費以取得評等等級，也因此信評機構可能存在利益衝突(conflict of interest)的誘因受到許多的爭論。而美國證券交易委員會也質疑信評機構公正性，如 2008 年 7 月美國證券交易委員會的調查報告即顯示，部分信評機構出現信評人員直接參與評級費用的洽談，且證據顯示部分信評機構可能為留住客戶，而重新評估評等等級或延遲調降評等。雖然後續主管機關與信評機構針對此問題加強監理、提高評級程序的透明度，但受評者付費所產生的利益衝突的問題並未根除，信評機構的獨立性仍備受質疑。

然而，信評機構主張利益衝突的問題並不存在，因為名聲是信評機構最重要的資產，如名聲機制(reputational mechanism)效果主張信評機構會提供獨立且客觀的信用風險分析給投資人以維持其名聲。由於信評機構在意維持一定名聲，因此願意提供誠實且精確的評等，也可以維持一定的評等品質，其目的在改善未來業務的機會。如標準普爾聲稱「名聲比收入更加重要」，穆迪的執行長 Raymond McDaniel

也強調「評等產業是一個名聲資本更重要的產業<sup>1</sup>」。在一連串的金融危機與風暴後，主管機關及學者則認為缺乏競爭是信評機構出現利益衝突的重要因素，由於信評市場一直是由標準普爾、穆迪、惠譽形成的寡占產業，於是美國證券交易管理委員會通過「2006 信評機構改革法案」並從 2007 年 6 月開始執行，此法案大幅簡化獲得國際認證評等組織的程序，以提高信用評等產業的市場競爭程度，此舉大幅降低管制的進入障礙，使符合國際認證評等組織的家數在 2011 年底達到 9 家<sup>2</sup>。然而，對於競爭程度提高對信評機構提供訊息品質的影響，至今尚未有一致的看法。贊成提高競爭程度的見解主張，更多的信評機構可增加對信用風險的檢視且可能增加訊息的精確性，因為每一個信評機構有個別的觀點與方法來衡量信用風險。反對提高競爭程度的見解則主張，提高競爭可能對評等的精確性有不利影響，且獲得相同評等等級的企業，也可能出現不一樣的意義，使評等等級產生不一致性。Blaurock(2007)則指出當整體信評市場的競爭程度不足時，信評機構自我管制並不足以支持名聲機制，亦即信評機構不會為維持一定的名聲而減少利益衝突的產生。

因此隨著競爭程度的增加，名聲所產生的未來經濟效益可能下降，是否使信評機構維持評等品質的誘因下降，將是一個重要的議題。Becker and Milbourn(2011)以美國的非金融企業為研究對象，以惠譽信評機構的市佔率作為競爭程度的代理變數，且以評等傳遞訊息給投資人的能力，及評等分類風險的能力衡量評等的品質，發現隨著競

---

<sup>1</sup> 本研究引用 Pittman (2008)在 Bloomberg News Service 中所引用 Raymond McDaniel 的話語。

<sup>2</sup> 國家公認統計評等機構是美國證券交易管理委員會(SEC)允許金融機構使用並作為管制目的而給予評等等級之信用評等機構，1980 年代早期，有 7 家國家公認統計評等機構，經過合併，至 1990 年代只剩下標準普爾、穆迪、及惠譽 3 家，近年來 SEC 受到許多政治壓力及對評等產業過於集中的關注，除了原來的三家外，於 2003 年增加 Dominion Bond Rating Service, Ltd，2005 年增加 A. M. Best Company，2007 年又加入 Japan Credit Rating Agency, Ltd、Rating and Investment Information, Inc 兩家日本評等機構及 Egan-Jones Rating Company，之後又加入 Realpoint LLC 及 LACE Financial 兩家，之後 Rating and Investment Information, Inc.於 2011 年 11 月生效撤除 NR.SRO 之註冊，至 2011 年底共有 9 家國家公認統計評等機構。

爭程度的提高，標準普爾與穆迪所給予的評等等級有上升的趨勢，顯示競爭程度的提高，將使信評機構給予企業的評等品質下降。

Camanho et al.(2010)發現在 1970 年代，信評機構開始以發行體付費模型收取費用後，檢視在寡佔市場中，信評機構是否存在利益衝突現象，發現以市場份額代表的競爭程度增加後，在均衡時，名聲機制已不足夠去規範信評機構的行為，平均而言，競爭會惡化信評機構的懶散(lax)行為，造成更多過高的評等等級。Bar-Isaac and Shapiro(2010)的內生模型中隱含提供高品質的評等存在直接成本，因此當競爭程度增加所產生的名聲損失較低時，信評機構存在較低的誘因去提供精確的評等。Bolton et al.(2010)主張信評機構的競爭會使發行體選購評等的可能性提高，因而降低名聲機制以維持評等品質的效果。Skreta and Veldkamp(2009)則認為商品複雜性增加，會使發行體增加評等選購的可能性且競爭程度提高將惡化此問題。Mariano(2010)也主張在面對競爭的環境，信評機構更可能給予發行體較佳的評等等級，使評等品質下降。實證文獻探討信評產業逐漸增加的競爭程度對評等品質的影響。

而台灣的信評產業的競爭程度如何？我國第一家信用評等機構中華信評公司，自 86 年 5 月 31 日正式成立。惠譽也於 92 年 1 月 29 日在台設立分公司，成為國內第二家信用評等公司，並發展出一套屬於台灣的信用評等標準。而穆迪亦於 92 年 5 月 7 日正式在台成立子公司，與中華信評公司及惠譽台灣分公司，分別為台灣信用評等市場的三大機構。此外，全球前三大的信評機構，包括標準普爾、惠譽、穆迪也針對國內企業給予評等等級，可知國內的信評機構面對一定的競爭程度。黃玉麗和沈中華(2012)以台灣的銀行業為研究對象，探討當中華信評公司面對的競爭程度增加，會否為了留住客戶而給予較佳

的評等等級，繼而使信用評等品質惡化。實證結果發現，當中華信評面對其他兩家本國及國際評等機構的競爭時，並未給予較佳的評等等級，支持聲譽機制假說，即中華信評會為了維持名聲，不會因為競爭者加入，而給與發行體較高的評等等級。此外，發現當本國銀行獲得較差的中華信評公司給予的評等時，會傾向向其他本國的評等機構付費以取得信用評等。但銀行並未因此獲得較佳的其他本國信評機構給予較佳的評等等級，不支持評等選購假說。

### 三、主動提供之信用評等(Unsolicited Rating)

發行體評等(Issuer Rating)係針對一家企業整體償債能力進行評比，其又可分為信評機構接受發行體的委託，向發行體收取費用，與發行體進行訪談以取得公開及私有訊息，繼而給予發行體或發行債務評等等級，稱之為付費取得信用評等(Solicited Rating)；與之對照者，當信評機構主動給予發行體或發行債務評等，亦即發行體並未向信評機構請求給予評等，而信評機構主動給予發行體評等等級，且依據該發行體可公開取得的資訊進行評等，則稱為主動提供之信用評等(Unsolicited Rating)。中華信評公司對於我國金融機構的評等，獲評等的銀行共 31 家，金控 12 家，證券公司有 14 家，證券金融公司有 2 家，票券金融公司 1 家，保險公司 22 家，均為付費取得之信用評等。<sup>3</sup>惠譽信評機構所提供的銀行個別評等服務是針對銀行的曝險程度及對風險的管理以衡量發生違約的可能性，將銀行評等分為(A, A/B, B, B/C, C, C/D, D, D/E, E)九個評等等級。個別評等符號後附加一個英文字母「s」，意指該評等雖然參酌部份得自受評機構資訊，但主要仍以公開資訊做為參考基準，發現獲得主動提供之評等的銀行主要為亞洲地區國家，包括柬埔寨、中國、香港、印度、印尼、南韓、澳門、馬來西亞、巴基斯坦、菲律賓、斯里蘭卡、台灣及越南。

---

<sup>3</sup> 數據統計時間為 2012 年底。

企業願意主動付費以獲得國際認證評等組織給予評等，目的是吸引更多國際資本市場投資人的青睞，由於信用評等在債務市場的重要性，且有些國家制定法規限制金融機構投資於未受評等或投機等級評等的發行體或發行債務，使更多企業尋求獲得評等。但仍有些企業不需要國際認證評等組織的評等等級，如中國由於其管制制度與會計標準與其他國家不同，且中國企業多數在國內發行債券籌措資金，因而較不需要國際認證評等組織的評等，其主要向中國境內的評等機構付費以獲得評等，然而，當一家企業需要向國際資本市場籌措資金，或計畫到國外的證券交易所股票上市，則會比較希望獲得國際認證評等組織給予評等，以獲得國際的認同。

主動提供之評等一直以來受到許多爭論，文獻發現主動提供之評等等級出現向下偏誤的現象(Poon, 2003; Poon and Firth, 2005; Van Roy, 2005; Fairchild, Flaherty and Shin, 2009)，但巴塞爾委員會及國際清算銀行卻同意使用以主動提供之評等等級，以評估一家銀行的資本適足比率(Dale and Thomas, 2000)；使債務發行體可能因獲得向下偏誤的主動提供之評等等級，而須支付較高的債務資金成本，因而強烈反對信評機構主動給予發行體或發行債務信用評等(Japan Center for International Finance, 1999)。然而，信評機構則主張主動提供之評等可以提高信用評等在債券市場的涵蓋比率，可以提供投資人更多投資選擇所需的資訊。此外，主動提供之評等可以讓規模較小或成立時間較短的評等機構進入信用評等產業，進而提高信用評等市場的競爭程度。

主動提供之評等出現向下偏誤的現象，有二個可能的原因，其一為信評機構欲透過給予發行體一較低的主動提供之評等等級，再透過

與受評發行體進行協商，以使發行體承諾支付評等費用，以獲得較佳的評等等級。由於給予發行體或發行債務評等等級所收取之評等費用已是信評機構最主要的收入來源<sup>4</sup>，因此信評機構希望更多的發行體支付評等費用以取得評等以增加收入，因而是不是有可能透過給予主動付費獲得評等的企業較高的評等等級，以增加收入，是一個值得探討的議題。如日本國際金融中心(Japan Center for International Finance, 1999)指出評等機構給予亞洲企業主動提供之評等，是希望達到與企業接觸，以使企業願意支付費用，且同意評等機構給予評等的目的。Harrington(1997)指出部分銀行認為穆迪投資服務所給予的主動提供之評等如同於企業收到「財務黑函」(Financial Blackmail)。其二，信評機構給予發行體較低的主動提供之評等等級，也可能是因為評等機構採取較保守的態度，因為主動提供之評等，信評機構只能透過可取得的較有限的公開訊息，使信評機構基於保守原則而給予較差的評等。Gan(2003)同時使用穆迪投資服務(Moody's Investor Services)與標準普爾信評機構(Standard & Poor's)的評等為對象，發現主動提供之評等有向下偏誤現象，且主張係因信評機構在給予主動提供之評等時，可獲得的訊息較有限。Fairchild, Flaherty and Shin(2009)分析穆迪投資服務給予日本企業的主動提供之評等，發現主動提供之評等較低，且認為是信評機構所取得的資訊不完全所造成。Van Roy(2005)也同意主動提供之評等等級較差，係因為取得之訊息不足。

文獻雖然發現主動提供之評等等級，相對低於主動付費取得之評等，但並不表示主動提供之評等出現向下偏誤的現象，主動提供之評等較差的理由可能是發行體的自我選擇(Self-selection)的結果。亦即信用品質較佳的企業傾向選擇主動付費以獲得信用評等，而信用品質較差的企業選擇不主動請求評等，使信用品質較差的企業當中，評等機

---

<sup>4</sup> SEC(2003)指出穆迪投資服務與惠譽信評機構收入，90%以上來自於發行體給付評等費用。



構主動給予主動提供之評等的比例提高，事實上，兩種評等方式均能正確地反應發行體的信用品質。當獲得主動提供之評等的企業認為評等被低估，且認為揭露公司內部訊息可以使評等等級獲得改善時，發行體便會請求評等機構給予評等，此時企業的評等等級也將提高。相反地，當企業認為主動提供之評等已正確地反應其信用品質時，就不會請求給予評等，因此信用品質較差的企業仍將維持相對較低的主動提供之評等等級。如Byoun and Shin(2002)以1996至2001年間標準普爾評等機構主動給予221家發行體的評等中，發現好的企業會透過主動要求評等等級來傳遞企業的價值，而不佳的企業則選擇不被評等，因此主動提供之評等，一般而言獲得較差的評等等級。

另一個認為主動提供之信評不會出現向下偏誤的理由，則主張信評機構係透過給予發行體主動提供之評等以建立其聲譽，當信評機構想進入一個新的市場，則可透過提供主動提供之評等，等名聲建立後自然會有企業願意付費以取得評等。如Ramakrishnan and Thakor(1984)和Millon and Thakor(1985)強調像信評機構等金融中介機構對聲譽十分重視，Cantor and Packer(1994)也指出信評機構擔心影響其聲譽，因此會謹慎的給予評等等級。實證結果則出現不一致的現象，如Poon(2003)以1998至2000年間的15國265家獲得標準普爾信評機構評等不同產業的公司為對象。發現在控制發行體的財務績效與自我選擇偏誤後，主動提供之評等仍較主動付費以取得評等等級為低，表示信評機構確實給予發行體較差的主動提供之評等。發現付費以取得評等的公司在流動性、獲利性、槓桿程度及財務彈性上表現均優於獲得主動提供之評等的公司。Poon and Firth(2005)則針對82國的951家銀行的評等進行研究，以Heckman(1979)兩階段方法(Two-stage Method)降低自我選擇偏誤的可能影響，發現在控制了財務特徵和績效後，獲得主動提供之評等的企業其信用評等仍較差。Poon, Lee and Gup(2009)則

將評等等級差異拆解成兩部分，一為在評等方式固定下財務績效所造成的差異、二是在財務績效固定下評等方式變動所造成的效果。結果發現主動提供之評等等級與主動付費以獲得之評等等級間的差異，可以由財務績效的差異及評等方式的差異來解釋，且部分的結果顯示評等方式的差異對銀行評等等級的解釋大於財務績效對銀行評等等級的解釋。Shimoda and Kawai(2007)與過去看法一致，發現主動提供之評等等級較低，但差異的程度已逐漸減低，平均而言少於一個評等等級的差異，原因是公司訊息揭露程度的改善。

Bulter and Rodgers(2003)檢視1997年的360家非金融公司的債券評等，且以發行體支付信評機構費用的高低，判斷是付費取得信評或主動提供之評等，結果並未發現信評機構與債券發行體之前存在利益衝突，亦即信評機構並未透過給予付費取得評等的發行體較高的評等等級，以增加收入。Baker and Mansi(2002)透過訪問債券發行體與投資人，發現超過半數(58.3%)的受訪者認為主動提供之評等與主動付費取得之評等等級一樣精確。此外，調查信評機構是否會為了增加收入而給予主動付費取得評等之發行體較高的評等等級，97.3%的受訪者認為信評機構為了維持其名聲，以及考慮到未來的收入，會維持一高品質且精確的評等等級。

## 第二節 信用評等機構發展模式及歷程

信用評等機構原本乃是作為一個私人的資訊提供者，藉著比投資人還要低廉的資訊調查成本，提供資訊來促進市場之資金募集，同時降低企業之發行成本，其被認為是一個具有良好商譽的媒介，透過評估發行人之信用而成為保護投資人的外在守門員。在組織上，大型信用評等機構會區分產業類別和企業形式，並透過獨立評等委員會，以多數決之方式給予、撤銷或改變評等。一般而言，字母代表信用評等

的等級，而正負號代表未來的展望，包含正面、負面或穩定，此取決於各家信用評等機構規定。獨立之評等委員會自決定評等到發佈的時間，從數小時到數天都有，此舉乃是為避免過早或在不適合的時機揭露資訊，造成市場不必要的波動，而若發行人對於其所獲得評級不滿意，也可透過評等機構內部程序進行上訴。信用評等機構也會透過特殊的「觀察名單」來監理特殊的市場活動，這表示該企業之評等正受到檢視，且可能因特別的事件而有所改變，而該企業在被放置於觀察名單之前，會受到信用評等機構通知，並藉此要求發行人給予額外資訊以解釋該特別事件的影響性，進而判斷可能的評等變動。

信用評等機構是在商業徵信機構之後所產生的，其係將徵信機構所從事業務內容及服務販售方式進行微調，終於形成一針對債券發行人進行評等，將信用程度以符號表示，並將評等結果公開銷售予不特定大眾資訊提供機構。1860 年 Henry Varnum Poor 發表第一版的「美國鐵路與河運之歷史」(History of Railroads and Canals of the United States)，可謂信用評等機構先驅；其與商業徵信不同之處有二：其一為，著重部分為債券發行人，也就是鐵路與河運業者；其二，商業模式係將資訊販售給任何購買該本書之人，而非特地與其締約之商人業者，也就是說任何大眾都可取得該資訊。此後，Poor 開始出現競爭對手—Standard Statistics Bureau；該公司成立於 1906 年，採取同樣商業模式，公開販售資訊。至 1941 年此二公司合併，成為目前為人所知的 Standard & Poor's Corporation，並在 1966 年由 McGraw-Hill 此一出版業者收購。亦即，自 Poor 該份報告出版後開啟信用評等產業，對於發行人進行評等後將結果販售給大眾之商業模式。

在十九世紀末期，商業徵信機構與債券年度報告之發行機構同時存在，各自有其不同客層互不重疊。接下來 John Moody 的崛起，對

此產業產生重大巨變。John Moody 是一位華爾街分析師，他發現徵信業者的成功，也開始對此行業產生興趣。他曾說過：「總有一天會有人做出產業的統計報告，當這項作品完成時，金礦也將出現」。直至 1907 年，有許多業者針對鐵路產業發行報告，其中包含詳盡的統計數字、營運及財務狀況。不過 Moody 認為，如果它可以把這些複雜的資訊轉換成特定的評等符號，那麼依此所發行的報告勢必可以大賺一筆。雖然有人反對 Moody 這樣的想法，還建議他不如拿這些內線訊息進行交易還可以賺更多，但 Moody 仍堅持於 1909 年發行他的第一本書—Analysis of Railroad Investments。事實證明，創新的使用簡單符號對投資標的進行評價的方式大受好評，他在 1914 年創立 Moody's Investors Service 並於 1922 年設置正式的評等部門，直至 1924 年 Moody 在債券市場的評等市占率已將近 100%。Moody 成功使得更多業者開始加入競爭。在 1916 年 Poor's Publishing Company 開始對股票及債券進行評等，1922 年出現 Standard Statistics Company，1924 年，Fitch Publishing Company 成立，1932 年則多了 Duff and Phelps Credit Rating Company。各家評等機構為壯大自己勢力，遂開始進行合併。Duff 併入 Fitch，Poor 與 Standard 則合併成 Standard & Poor，評等產業三強鼎立狀況因此而生。

有別於美國的制度發展，歐洲信用評等發展與美國信用評等機構的國際化息息相關，因標準普爾、穆迪及惠譽逐漸在歐洲擴展其觸角，信用評等制度漸漸在歐洲金融市場中嶄露頭角。1970 年代，在美國的信用評等制度早已發展近半個世紀時，歐洲才剛開始萌芽。美國兩家主要的信用評等機構—標準普爾和穆迪，逐漸將其觸角從美國向歐洲延伸，也開始帶動歐洲信用評等之發展。1972 年標準普爾首次對歐洲債券發行評等，兩年後並首次分析結構金融證券。1984 年標準普爾成為第一家在美國以外地區(英國倫敦)設立分支的美國信用

評等機構，同時開始對於歐洲商業本票進行評等。穆迪也從 1970 年代初期開始進行歐洲商業本票及債券的評等業務，發展至 1980 年甚至包括保險、銀行存款和結構性金融證券。此後，穆迪開始擴展營業據點至倫敦(1986 年)、巴黎(1987 年)，與標準普爾一起競爭歐洲評等業務。惠譽則在 1997 年以併購 IBCA 評等公司(IBC Limited)，成立總部於英國倫敦，正式踏入歐洲評等市場。而歐洲市場與美國不同的資本文化，間接製造信用評等機構進入歐洲的契機，資訊揭露的不足及較保守的企業股權架構，這些都使得想要進入歐洲市場的投資人需要更多的方法來評估風險，在加上歐洲於戰後急於追上處於經濟領先地位的美國，信用評等機構就在這最佳的時機填補了歐洲金融市場的需求，並且將源於美國的信用評等制度，逐漸推展至歐洲，甚至是全世界。

### 第三節 信用評等產業結構及收費機制探討

#### 一、信用評等產業結構

目前信用評等機構的產業結構為「寡占」(Oligopoly)或稱「雙頭寡占」(Partner-Monopoly)的狀況，由標準普爾以及穆迪兩強獨大，這顯示出該市場缺乏競爭；之所以會造成該種狀況，應可歸因於 NRSRO 此一制度的設立。NRSRO 是 SEC 在 1975 年所發展出來的制度，係指當信評機構的規模到達「全國性公認」的市場地位時，SEC 便將該信評機構認證為成為 NRSRO 的一員。然而 NRSRO 的成員數在 2002 年僅有三家，且該制度並對其他信評機構業者產生嚴重的進入障礙，因為若不具該身分，不論是金融機構或是債券發行者，都會忽略他們的評等。

NRSRO 制度使得組織內及組織外的信評機構無法相互競爭，組織內的機構發展越來越大，終於造成目前寡占的狀況。但隨著債市及

評等商機之擴張，也有其他業者想得到 NRSRO 的認證，以求在評等市場中更好的發展。在 1982 年 Duff and Phelps 成為 NRSRO，1983 年證管會則是同意 McCarthy、Crisanti 及 Maffei 這三家業者加入，其後在 1991 年及 1992 年，分別增加 IBCA 及 Thomson Bank Watch。1991 年 Duff and Phelps 收購 McCarthy、Crisanti 及 Maffei。然而，1990 年代該些機構進行整合，故至 2005 年只剩五家：A.M. Best、DBRS、Fitch、Moody's 及 S&P。NRSRO 制度一直有概念不明確批評，而證管會也不斷有動作再改善此問題。終於在「2006 年信用評等機構改革法」(Credit Rating Agency Reform Act of 2006, CRARA)，一舉解決此爭論。改革法 Section 3(a)針對 1934 年證券交易法，新增對 NRSRO 概念進行明確定義，並於 Section 4(a) 針對規範於 1934 年證券交易法 Section 15E，NRSRO 認證程序進行修正，使其明確化以杜爭議。

依據 1934 年證券交易法 Section 3(a)定義，所謂 NRSRO 是指具有連續三年發行一種領域以上之評等，例如針對金融機構、經紀商或自營商、保險公司、公司發行人、資產證券化之發行人、政府證券等領域，有連續三年發行評等之經驗，並依據同法 Section 15E 取得認證之信用評等機構。而依據 Section 15E 規定，欲得到認證成為 NRSRO 信用評等機構須符合 1、至少連續三年經營信用評等業務直至申請前；2、提出申請表格包含信用評等對於短、中、長期測量表現的統計、評等方式和程序及避免濫用秘密資訊的程序等相關機構內部資料；3、提供前一會計年度所獲收入和贊助前二十高企業名單；4、十家合格投資法人(Qualified Institutional Buyer, QIB)使用評等三年以上之證明。信用評等機構提出申請之後，證管會有 90 天到 120 天的決定期間，合於條件則應給予許可之決定，若證管會認為申請人在金融條件或內部管理程序上，無法保持其評等之誠實，則應該否准其申請。認證完成後證管會將持續監管 NRSRO 之營運，NRSRO 也應主

動修正更新其申請認證時所提供之機構資訊。一旦 NRSRO 有違反相關規定之情形，證管會得限制該評等機構之行為、功能或營業，甚至暫停或撤銷其認證。

2007 年 6 月證管會依據 2006 年法案之授權，提出六項信用評等機構管理規則之條文，17g-1 規定信用評等機構必須取得證管會之認證，且保持更新其認證之相關資訊，並服從證管會及法規之要求。尚須在十個工作天內公開其申請成為 NRSRO 之相關資訊，如 Form NRSRO。17g-2 則要求 NRSRO 製作和保留有關其評等事業之紀錄和其他關於商業經營之文件，同時規定其保留期間和方式。17g-3 則要求 NRSRO 必須在會計年度結束 90 天內，提供證管會四到五種金融相關年度報告，其內容類似於 Form NRSRO 中的 13 項提示。17g-4 則要求 NRSRO 必須建立、保持、並執行避免濫用重要且非公開之資訊而違反證券交易法之相關政策及程序。17g-5 要求 NRSRO 必須建立、保持並執行有關其事業之天性—利益衝突的管理和揭露。17g-6 規定 NRSRO 禁止為本條所規定之相關不公平、強制或濫用之經營手段。2006 年 9 月 26 日美國國會通過信用評等機構改革法，該法案並於 2007 年 6 月 26 日生效。依循該法案所修正之程序，至 2010 年 12 月底止，共有 9 個經美國證管會認證的 NRSRO，其認證時間、後續變動情況請詳閱第三章第一節說明。

## 二、信評機構收費機制之探討

信用評等機構的付款模式大致可分成「訂購者付費模式」(Subscriber-Pay Model)以及「發行人付費模式」(Issuer-Pay Model)。前者係指信用評等機構實際發行評等報告，供投資人購買，以銷售報告之方式獲取收入，亦即，評等的費用是由訂購者支付的，後者則是向發行人索取費用。信用評等機構接受付款的模式，是從訂購者付費

轉向發行人付費。在 1920 年代左右期美國資本市場尚未發展成熟，資訊難以取得，須以評等結果作為投資人購買債券的參考，因此大部分的債券都受到信用評等機構的評等，而評等報告則會發行給投資人購買，亦即信評機構所得的報酬是由訂購者所支付的，屬於訂購者付費模式。在 1970 年代中期過後，評等機構收費開始採用「發行人付費模式」(Issuer-Pay Model)，亦即改向發行人收取評等服務費用。

主要原因大致有下列三點：1、影印技術之進步，資訊太容易流通；2、為獲取投資人信心證券發行附上評等；3、評等成本提高。首先，隨著影印技術進步，刊物內容很容易被複製及傳播，而評等機構又無法排除付款者以外之人握有其評等資訊，這造成評等機構無法獲得足夠收入以平衡其成本。其次，1970 年 Penn Central 就其 8,200 萬美元商業本票違約，也是促使評等機構轉向發行人索取費用因素，蓋因違約後造成投資人對市場信心大減，而不再購買商業本票。為消除投資人之疑慮並使籌資順利，發行人遂主動向評等機構購買評等，而於發行商業本票時附上。不僅於此，隨著有價證券以及發行人的商業模式越來越複雜，評等所需之成本也越高，單靠訂購者所支付之費用也早已不足。綜合上述三個因素，評等機構之收入，遂從訂購者付費模式轉向以發行人付費模式為主。

轉變成發行人付費模式後，面臨的是嚴重的利益衝突問題；不過利益衝突是否導致評等失準？尚無定論。一般多認為，信評機構會為了穩住客源，做出付款者—亦即發行人所偏好的評價，造成「評等選購」(Rating Shopping)的狀況，而當評價的對象是結構性商品時，由於該商品的高複雜度會加重投資人與發行人間的資訊不對等，是此利益衝突造成的損害將更加擴大。然另有論者認為，信評機構比較在意的是他們的「商譽」(Reputation)，故會講求評等之品質，並維持其精



確度。蓋因合乎發行人喜好的評等雖可使評等機構保有收入來源，但當評等被發現已失精確度，其公信力也會隨之流失，而不再有發行人願意委任該評等機構進行評等行為。由此可知，商譽考量對於評等機構而言，重要性不言而喻。

信評機構除為賺取費用而提出評等外，也會做出「主動提供之評等」(Unsolicited Rating)，亦即評等機構未收取費用而進行之評等行為，併此說明。信評機構通常以主動提供評等方式打入新市場，從數據顯示出，主動提供之評等通常等級較低，這使得發行人受到一定程度之傷害，著名的例子即為 Jefferson County 一案，債券發行人因為穆迪主動發表該債券有「負面前景」(Negative Outlook)的狀況而蒙受損失，但評等機構卻以所發布的評等僅為「意見」(Opinion)受到第一修正案之保護而無罪。如此狀況對發行人是十分不利。依照美國證管會所發布之年度報告可知，過去美國曾經受到認證的十家 NRSRO 中，只有 Eagan-Jones、Lace 以及 Realpoint 評等機構是由訂購者所付費，換言之，有七家 NRSRO 採用發行人付費模式，且因該模式所生的評等佔了所有已發行評等的 99%。由此可知，目前信評產業廣泛的採取發行人付費模式，也就是說，大部分的評等機構都會面臨因發行人付費模式所生的利益衝突。

#### **第四節 信用評等機構發展模式對金融產業的影響**

目前國際上公認的最具權威性的專業信用評等機構，分別是美國標準普爾公司(Standard & Poor's, S&P)、穆迪投資服務公司(Moody's)和惠譽國際信用評等有限公司(Fitch)。隨著 2007 年美國次級房貸問題所引發的全球性金融危機，三大國際信用評等機構飽受各界的質疑，更有甚者將其視為危機的罪魁禍首。統計顯示，次貸危機爆發前美國三大評等機構在所有次級房貸債券(MBS)評級，給予大約 75%債

券 AAA 最高等級、10%AA 級、8%A 級，僅有 7%債券被評為 BBB 或更低。然而從 2008 年春季開始，各評等機構開始將新發行次級房貸債券的評級調低，同年 7 月份後又大範圍調低幾乎全部次級房貸債券的評級，成為造成全球範圍次級房貸債投資者恐慌導火線。

而 2010 年歐洲發生主權債務危機亦與評等機構對於主權信用的評等有密切關聯。2010 年 4 月 27 日，標準普爾將希臘主權債務評級從 BBB+下調至 BB+(垃圾級)，一次下調三個級別，並將前景展望改為負向；同日，標準普爾將葡萄牙主權債務級別從 A+下降到 A-，一次下調兩個級別，前景展望改為負向；同年 4 月 28 日標普宣佈將西班牙主權債務級別從 AA+下降到 AA，且前景展望為負向；5 月 5 日穆迪將葡萄牙主權信用評級列入負面觀察名單；5 月 6 日穆迪發佈報告，認為希臘債務危機可能擴散至歐洲多國銀行業，其中葡萄牙、西班牙、愛爾蘭和英國將是最易發生危機的幾個國家。一時間，整個歐洲風聲鶴唳，債務危機陰霾籠罩。短短幾個月歐元已經從 2009 年底的強勢貨幣一路狂跌近 16%，歐洲三大主要股指下跌均超過 5%。最終，希臘主權債務危機演變為歐洲主權債務危機。歐盟與國際貨幣基金組織緊急磋商，在 2010 年 5 月 10 日凌晨提出 7500 億歐元的救助計畫，才將市場暫時穩定住。國際評等機構的降級行動大大刺激歐盟、德國以及 IMF 對希臘的救援速度，信用評等的巨大威力再一次展示得淋漓盡致。

### 一、金融危機中評等機構備受詬病的原因分析<sup>5</sup>

(一)壟斷地位：為規範評等結論的使用和滿足監管部門的需要，從 1975 年開始美國證券交易管理委員會(SEC)對信用評等機構實行認證制度授予 NRSRO 稱號。在此認證制度下美國認可的信用評等機構由標準普爾、穆迪及惠譽三家主導，造成事實上美國的信

---

<sup>5</sup> 參閱自唐友偉，從歐洲主權債務危機看信用評級機構監管，2010 年。

用評等市場從 1975 年開始進入寡占。歐盟 50 家評等機構中半數是由三大信用評等機構掌握和運作。2009 年資料顯示，標準普爾、穆迪、惠譽三大信用評等機構佔據全球信用評等服務市場 98% 的份額和 90% 收入。截至目前，全球近 200 家評等機構僅 10 家在美獲得認證，其中 7 家美國本土公司、2 家日本公司、1 家加拿大公司；而後三家外國機構進入美國後從未開展業務。金融市場上一方面是對信用評等的依賴與看重，另一方面是信用評等機構由於壟斷而缺乏市場的競爭與約束，利益驅使下信用評等機構的評級結果失真也就不可避免。無論在次貸危機或歐洲債務危機中，信用評等機構同樣沒能發揮應有的風險預警作用，反倒成為金融危機的幫兇。

(二)利益衝突：一是由發行人付費的收費模式會使信用評等機構為賺取收入而做出有利於發行人的信用評級。據悉，2007 年美國次貸資產規模 1.3 兆美元，而三大評級機構通過提供次貸評級服務獲取總收入 18 億美元，利益驅動帶來評級缺陷。致使評等機構為華爾街製造出的大量「有毒」債券貼上安全的標籤，讓投資人忽略風險從而遭受巨大損失，同時它們收取高額評級費，三大評等機構的收入從 2002 年到 2007 年大幅攀升達 60 億美元。二是評等機構開展的附加服務，如評級之前的預評估、企業諮詢和風險管理等，這些業務使評等機構事先就參與企業的風險管理，以致評級難以中立。儘管 SEC 已經關注到利益衝突的問題，但是並沒有採取強制的有效的外部監管措施來防範信用評等機構的利益衝突，僅僅是採取依靠信用評等機構的內控制度來制約的策略。但在利益衝突中，這種內部控制是十分脆弱。2008 年 7 月 SEC 發表報告指出，評等機構已制定內部政策和程序，但在對次貸產品進行評級時，三大評等機構都存在著違反內部程序的行為，展現在主要評級分析員參與收費討論構成利益衝突。

(三)評等方法：信用評等的最大價值是提前揭示金融風險，給投資者以指導。一個好的評等機構，其評級報告應該在經濟危機的預警方面發揮作用，但三大機構不僅沒有能夠起到這方面的作用，反而推波助瀾加深危機。如 2007 年次貸危機引發的全球金融危機及不久前歐洲債務危機，三大評等公司在危機前無法發現任何跡象，但是出現問題的時候，卻對一些經濟體大幅度降級，落井下石，導致他們的危機進一步加劇。三大評級機構給人的感覺都是「事後諸葛亮」，沒有做到事前的風險預警。這充分說明目前他們使用的信用評等方法和技術需要進行重大創新。如美國三大評等機構之評等技術基本是採用定量加定性的分析方法，對企業進行信用評級，由於無法識別企業財務粉飾，從技術上很難做到客觀公正。以一句話「信用評等既是一門科學，也是一門藝術」作為代表。2001 年美國安隆(Enron)公司倒閉前，三大機構都給予很高的信用評等就是最好的例證。

(四)缺乏監管：三大信用評等機構享受著壟斷經營權，評等結果被美國監管部門用來監督金融機構，而其自身卻缺乏監管。雖然名義上三大信用評等機構是非官方的民間機構，並且標榜「公正、獨立、客觀、科學」，但背後卻充斥著經濟利益和美國國家利益的刺激。國際信用評等機構基本上處在一種美國監管機構「說誰行誰就行」的原始狀態。如美國監管部門認定，只有得到一家甚至兩家被認可的信用評等機構出具之評級報告，債券發行者方能成功發行債券。而所謂被認可的信用評等機構，完全是美國監管機構說了算。再者，根據《馬斯垂特條約》歐洲經濟貨幣同盟成員預算赤字不能超過國內生產毛額 3%，負債率應低於國內生產毛額的 60%。而 2001 年剛加入歐盟的希臘距這兩項指標相去甚遠。為此，美國投資銀行高盛為希臘設計「貨幣互換交易」以掩飾巨額債務。其後，高盛在六次承銷希臘政府債券的過程中均未披露

此交易，歐盟金融監管機構對此亦無所知。

## 二、金融危機前美國對信用評等的監管

美國在近百年的評級實踐和監管實踐中，在現代評等業積累豐富的評級經驗，建立十分完善的評等監管體系。法律的完善程度及效力在很大程度上決定著監管效果。隨著美國金融市場的發展壯大，投資方式的增多，社會對信用評級的需求不斷增加，信用評級所涉及的領域也不斷擴展，評等物件也逐漸從各種有價證券擴展到各種機構和團體。經過多年的信用服務管理實踐，美國目前擁有較為完整的法律框架體系。除 1933 年《證券法》等確立信用評等業的法律外，在 1960 年至 1980 年期間又陸續制定 17 項信用管理相關的法律<sup>6</sup>。縱觀信用評級的發展歷程可以看出，政府監管部門對評級結果的使用對於行業發展發揮極大的促進作用。早在 1930 年美國聯邦儲備委員會就開始利用評級結果檢查下屬銀行的資產組合品質。1931 年美國財政部開始採用評級結果考察銀行債券品質，隨後頒佈的《1935 年銀行法》和《聯邦儲備法》規定國家銀行和州銀行只能購買達到評級標準的證券。《1933 年證券法》規定證券承銷商不能對有價證券進行信用評等，實質上賦予評等機構獨立第三方的地位。美國監管部門的上述措施，促進信用評級在 20 世紀 30 年代後期迅速發展。1975 年美國證券交易委員會提出 NRSRO 概念並寫入《1934 年證券交易法》。2004 年 6 月公佈的《巴塞爾新資本協議》允許銀行確定風險權重時可以採用外部評等機構的評級結果，與 NRSRO 認可制度相比對使用外部評等機構評級結果的要求，並不是必須而是可以選擇的<sup>7</sup>。

## 三、金融危機後主要國家加強信用評等機構監管的措施<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> 參見《中國銀行間債券市場信用評級行業年度報告(2008)》。

<sup>7</sup> 參閱自邵輝，徵信與你同在，2006 年。

<sup>8</sup> 參閱自唐友偉，從歐洲主權債務危機看信用評級機構監管，2010 年。

在 2006 年次貸危機初現端倪時，三大評等機構未能及時地對次貸市場的風險予以揭示，從而引發國際社會對三大評等機構公正和權威性的質疑。在此背景下，2007 年實施的《信用評等機構改革法案》及其後的實施細則是美國信用評等行業監管的分水嶺。由於通過該法案，SEC 被正式授權監管評等機構，監管模式從行業自律走向 NRSRO 體系下的直接監管。2008 年 12 月作為對金融危機事件的響應，SEC 提出針對 2007 年《信用評等機構改革法案實施細則》的修正案，其目的是改善對利益衝突的管理，進一步提高評級的透明度和強化評級責任，以及增強評級的可比性和便利行業競爭。2009 年 6 月美國公佈《金融監管改革法案》，接著 2010 年 7 月美國金融改革法案，又稱《Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法案》被歐巴馬總統正式簽署為法律。美國這次金融監管法案的制定，被視為是美國金融監管體系改革的重大成果，也是自上世紀 30 年代大蕭條以來改革幅度最大、最徹底的金融監管改革法案。信用評等業改革作為這一法案中的一個重要部分，涵蓋監管、治理、問責、資訊披露、行業發展模式等多方面的內容。

此外，歐盟委員會於 2010 年 6 月 2 日提議設立「歐洲證券和市場管理局」，對在歐盟註冊的以及在歐盟設有分部的評等機構實施監管，這一機構還具有要求信用評等機構上報其評估主權債務的評估模型、提供資訊、開展調查及就地檢查等權力。如信用評等機構違反歐盟的管理規定，該監管機構將有權對評等機構採取懲罰措施。其中包括暫時禁止其發佈信用評級、暫停使用其評級結果、處以信用評等機構歐洲分部最高為年收入 20% 罰金，以及開出取消信用評等機構資格將其逐出歐洲市場的最高罰單。與此同時，歐盟委員會還公佈加強對美國信用評等機構進行監管的新方案，於 2010 年年底生效的《信用評等機構管理條例》明確規定，對違反該條例的評等機構進行處罰。

為提高金融資本市場的信譽，加強對評等機構的監管，保護投資者利益，於 2009 年 6 月 17 日日本國會通過《金融商品交易法修正案》，增加了對信用評等機構採取註冊制等規定。對於不具備公正且正確地從事信用評等業務所必須的制度之法人不予註冊。信用評等機構為公正且正確地從事信用評等業務，有義務完善包括確保正確履行預防利益衝突等措施在內的業務管理體制，並限制使用未註冊信用評等機構提供的評級。復於 2009 年 12 月 28 日公佈《金融商品交易業內閣府令修正案》，對信用評等機構的監管做出更為具體的規定，並於 2010 年 4 月 1 日起正式開始實施。信用評等機構應於每事業年度製作關於業務情況的說明文件，並放置於所有的營業場所或辦公場所，供公眾閱覽，或通過網際網路等其他方法予以公佈。完善對信用評等業者的報告提供義務、現場檢查、業務改善命令、停業命令、註銷登記等監管事項所必須的規定。總括而言，金融海嘯後全球多國重新審視信用評等的監管，標普、穆迪及惠譽已受到史無前例挑戰。不少意見更認為現在正是各國評等機構增加在國際舞台話語權的黃金機會，如 2010 年 4 月底歐盟宣佈要建立自己的信用評等機構，而俄羅斯、韓國、日本等也紛紛制定相關法規，來扶持及保護本國評等機構之發展。





### 第三章 國際信用評等產業發展趨勢與現況

本章主要探討緒論中所提之國際信用評等產業發展現況問題。從美國的發展經驗，可以發現信評機構的發展與金融市場投資工具的使用息息相關，在近年金融海嘯後，信評事業開始檢討付費機制及產業競爭狀況美國國內對信評事業提出檢討的聲浪不斷，監管機關亦對信評事業提出增加資訊透明度及增加產業競爭者等措施，然而，以目前情況觀察，除了增加資訊透明度部分已有改善的情況外，在增加產業競爭者部分，似難有具體成效。在歐洲信評產業部分，亦採取類似美國的措施，以增加信評事業的競爭度，而成效亦屬有限。

亞洲各國部分，日本、亞洲四小龍及中國大陸等國都是信評事業較早進入的國家，發展較為成熟，其他新興亞洲國家則尚在發展階段。在發展特色上，中國大陸近年積極扶植本土信用評等事業，甚至將原有的信用評等機構以股權重組的方式國有化，可看出中國大陸面對境內投資者的資訊需求，積極發展自有之信評事業的目標。綜上所述，國際主要信用評等事業的發展歷程，似已在2008年金融海嘯前到達高峰，再以評等發布數量觀察，三大國際信用評等機構仍掌握主要產業競爭地位，其他信用評等機構發展尚屬有限，本研究將在後續章節繼續探討。

#### 第一節 美國信用評等產業發展與現況

##### 一、美國信用評等產業發展歷程

美國信評產業肇始1840年代對小型企業所發行之債券評等，惟未獲重視。1841年路易士·塔潘(Louis Tappan)於紐約創始第一家商業性信用評等機構，該機構其後為羅伯特·鄧(Rober Dun)所收購，於1933年與約翰·白列德斯(John Bradstreet)創立之同質性信用評等機構進行

合併後，成為鄧白氏(Dun & Bradstreet)旗下公司，鄧白氏於1962年再成穆迪(Moody's Investors Service)的主要所有人。信用評等事業於20世紀初轉向對企業發行之債券與票據進行評等。穆迪於1909年即已開始對鐵路公司所發行之債券進行評等，次年並擴及對公用事業及重工業公司所發行債券之評等，嗣後標準普爾(1916年)及惠譽(1924年)亦陸續加入對公司債的信用評等工作，然此時的信用評等結果採「訂購者付費」(subscriber-pay)模式，能見度低而不為投資大眾所重視，直至1929年發生經濟大恐慌，投資大眾發現債券信用評等的重要性才逐漸發展。

1970年代因企業主在證券發行時對評等資訊產生需求，信評機構逐步轉為發行人付費(issuer-pay)的信評產業模式。當時，發生Penn Central公司商業本票違約事件，連帶造成許多公司商業本票無法周轉(roll over)而產生違約事件。因此當時發行人若無法提出信用評等，可能導致商業本票無法發行，而使發行人紛紛要求信評機構對其進行評等，開啟由信評公司於債券發行前及發行期間給予債券信用評級，再向債券發行者收取評價費用的「發行人付費」(issuer-pay)模式，開啟美國信評產業成長年代，再加上1980年代金融商品的蓬勃發展，據當時學者估計標準普爾當時的營業收入，約有80%來自發行人所支付費用。其後隨著金融產業多元化及行業性質差異化的提升，部分後來加入的信評公司走向專業信用評等導向。如Thomson Bankwatch及IBCA Inc.<sup>9</sup>在美國專注對金融機構評等上，A.M. Best則著重在評估保險公司的理賠能力(claims-paying abilities)。1990年代由於國際資本市場逐步由間接融資(銀行融資)轉向直接融資(資本市場直接發行債券、股票)，美國信評機構逐步朝向海外發展，在主要已開發國家及重點開發中國家(特別是亞洲國家)設立據點。由於監理機關逐漸重視付費機

---

<sup>9</sup> IBCA Inc.原以英國倫敦為根據地經營金融機構相關之信評業務，於1997年12月併入Fitch。

制對評等品質影響，自2007年起新註冊三家信評機構(Egan-Jones、LACE及Realpoint)，均以「訂購者付費」(subscriber-pay)為主要營運模式。美國信用評等產業似又有回到過去營運模式的痕跡。

## 二、美國信用評等機構監理機制

美國信用評等機構目前由證管會(Securities and Exchange Commission, SEC)負責監理。證管會於1975年建立一套對信評機構的管理機制，稱為NRSRO<sup>10</sup>，三大信評機構隨即被認可，證管會並運用信用評等減少金融機構對投資級債券部位的資本需求，1990年代證管會更加強對外部諮詢，推行以信用評等協助監理的想法與信用評等的運用範圍受安隆(Enron)案影響，證管會其後持續修訂對信評機構的適用及管理規範。包括2003年信用評等在證券市場的適用範圍、2007年關於信評機構成員的資訊揭露及利益衝突、2009年關於增加信評產業透明度及增加競爭對手等規範。另由於各界對於信評機構批評的聲浪四起，美國國會於2006年9月通過信用評等機構改革法(Credit Rating Agency Reform Act, CRARA)並於2007年6月生效。該法要求證管會消除信評產業進入障礙，明訂信評機構之認可標準，且要求認可過程必須透明化。該法亦賦予證管會有限度監督信評機構的權力，惟禁止證管會影響評等結果或干預信評產業的經營模式，以提升信評品質，保障投資人及公眾利益。此外，為加強對信評機構監理，國會授予證管會對信評機構的檢查權，並要求信評機構須向證管會辦理註冊。證管會依據CRARA授權於2007年6月5日發布信評機構監理規則(Oversight of Credit Rating Agencies Registered as NRSROs)，並對三大信評機構展開檢查，以釐清信評機構在次級房貸抵押證券化市場風暴所扮演之角色。另一方面依據CRARA規定信評機構須向證管會辦理

---

<sup>10</sup> 以下討論之美國信評機構即指 NASRO 而言。

註冊，目前向證管會註冊的信評公司共有9家<sup>11</sup>，詳見下表3-1。

表 3-1：美國註冊信評公司彙整表

編號	信評公司名稱	註冊時間	主要業務範圍
1	Standard & Poor's Ratings Services	Sep.24, 2007	全球
2	Moody's Investor Service, Inc.	Sep.24, 2007	全球
3	Fitch Inc.	Sep.24, 2007	全球
4	Dominion Bond Rating Service (DBRS) Ltd.	Sep.24, 2007	加拿大
5	A.M. Best Company, Inc.	Sep.24, 2007	保險產業
6	Japan Credit Rating Agency, Ltd.	Sep.24, 2007	日本
7	Egan-Jones Rating Company	Dec.21, 2007	美國
8	Kroll Bond Rating Agency Inc. (KBRA)	Feb.11, 2008	金融產業
9	Morningstar Credit Ratings, LLC	Jun.23, 2008	結構性金融商品

註:1. LACE於2010.11.12為KBRA集團併購並更名;Real Point於2010.5.3更名為Morningstar。

2.Rating and Investment Information, Inc.於2011.11.27生效撤除NR.SRO之註冊。

資料來源：SEC、各公司網頁

### 三、美國信用評等公司競爭及營運概況

為改善信評產業的寡占狀況，美國證管會(SEC)逐漸重視信評產業內競爭情形並以量化指標衡量。目前SEC每年定期提出信評產業年度報告，統計分析各信評機構評等發布數量、各產業信評發布數量之百分比、分析師雇用人數以及信用評產業競爭程度的量化指標。依據SEC今(2012)年3月公布之年度報告顯示，截至2010年底存在的評等個數為2,816,599個，各大信評機構依發布數量排序分別為：S&P(42.27%)、Moody's(36.9%)及Fitch(17.93%)，其他信評機構占有率皆未達2%。再以美國信評機構常用的五大類別(1、金融機構；2、保險公司；3、企業發行人；4、資產抵押證券；5、中央政府、地方政府及主權主體)分析，中央政府、地方政府及主權主體占比最高，達77.6%，其次為資產抵押證券(10.74%)及金融機構(7.34%)。整體而

<sup>11</sup> 2009年12月24日中國大陸大公國際信評公司，曾向證管會申請註冊為NRSRO，惟證管會以該公司與美國境內企業連結性不足及對美國信評法令遵循有困難為由，遭到拒絕。

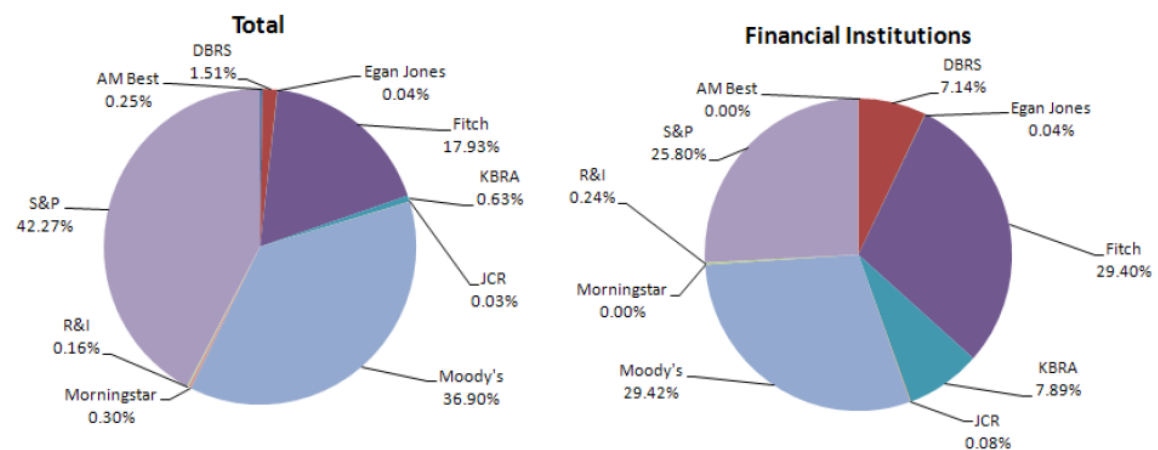
言，各類別大致維持由三大信評機構寡占的競爭狀況，但在保險公司類別，A.M. Best有25.58%的占有率，僅次於S&P的41.44%，為比較特別的情況。

表 3-2：美國信評機構(NRSROs)評等發布數量表

<b>Number of Credit Ratings Outstanding by Category of Credit Rating</b> <b>Source: NRSRO Annual Certifications for the Year Ended December 31, 2010</b>						
	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Issuers of Asset-Backed Securities	Issuers of Government Securities	Total Ratings
A.M. Best	N/R	5,062	2,043	54	N/R	7,159
DBRS	14,941	156	3,863	10,091	13,533	42,584
EJR	89	47	877	13	19	1,045
Fitch	61,550	1,657	13,385	64,535	363,897	505,024
JCR	159	30	495	N/R*	52	736
KBRA	16,515	48	1,002	0**	59	17,624
Moody's	61,581	4,540	30,285	101,546	841,235	1,039,187
Morningstar	N/R	N/R	N/R	8,322	N/R	8,322
R&I	503	48	2,836	N/A	1,031	4,418
S&P	54,000	8,200	44,500	117,900	965,900	1,190,500
Total	209,338	19,788	99,286	302,461	2,185,726	2,816,599

\*N/R indicates the NRSRO is not registered for that category of securities.

\*\*KBRA is registered in the asset-backed securities category, although it reported no outstanding ratings in this category as of December 31, 2010.



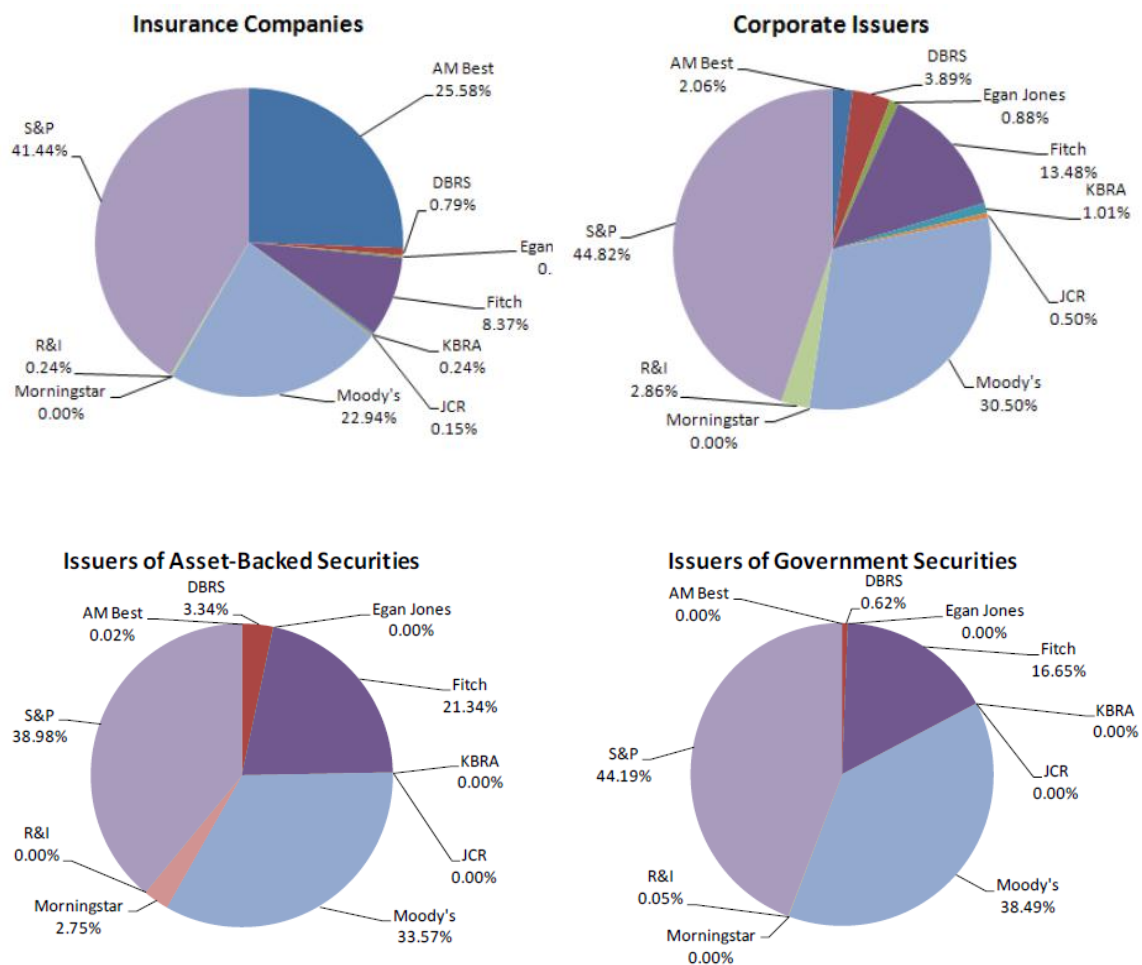


圖 3-1：美國信評機構評等發布數量占比圖

除評等數量及類別的衡量及分析外，SEC利用量化指標 Herfindahl-Hirschman Index(HHI)來衡量產業內公司規模及競爭情況。簡單來說，HHI指數介於0-10,000，若介於1,000-1,800表示存在適度競爭，高於1,800則存有集中化現象；HHI Inverse為10,000除以HHI之數值，表示該產業約當有多少家同樣規模公司(equally sized firms)同時競爭。從上述指標觀察，美國信評產業屬仍寡占情況。表3-3為美國信評機構評等發布數量及競爭狀況，以2010年整體信評機構發布的評等數量為例，HHI Inverse為2.88，顯示目前美國整體信評產業，僅有2.88家同樣規模公司同時競爭，甚至低於我們既有「三」大信評機構的刻板印象。整體而言，由HHI Inverse可發現各類別的競

爭程度變動不大。其中，金融機構與資產抵押證券類別，競爭程度似有微幅上升之趨勢，保險公司類別競爭程度則略呈下降的趨勢，其它類別各年度指數則有高有低，其變動情況大致與全體產業競爭程度之趨勢一致。以2010年為例，金融機構與保險公司是競爭情況較大的類別，其HHI Inverse分別3.99及3.37；資產抵押證券及企業發行人次之，HHI為3.20及3.17；中央政府、地方政府及主權主體競爭程度最低，HHI僅2.69。

表 3-3：年美國信評機構各類評等 HHI Inverse 分布表

Year	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Issuers of Asset-Backed Securities	Issuers of Government Securities	Total
2008	3.72	4.05	3.79	2.82	2.83	2.99
2009	3.85	3.84	3.18	3.18	2.65	2.86
2010	3.99	3.37	3.17	3.20	2.69	2.88

資料來源：SEC

財務業務方面，美國證管會近年要求信評機構定期申報財務業務資訊，以瞭解各信評機構營運概況。依據美國證交法令規範，信評機構須向證管會申報信評事業各部門營收資料及年度財務報告，但無須向投資大眾公告。業經證管會彙整，2009年全體信評機構<sup>12</sup>總營業收入為37億美元，較前一年度的38億美元略為下降。然而，2008年金融海嘯之前，其營業毛利大致呈現逐年增長的趨勢，其中又以結構型商品的評價收費增長最速。依據CGFS13資料統計，2003年結構型商品營收比重已占三大信評公司整體營收40%至50%，再考量2003年至2007年結構型商品的發展速度，至2008年金融海嘯前，結構型商品的評價收入可能占三大信評公司整體營收50%以上。三大信評公司近年營業毛利詳如圖3-2所示。

<sup>12</sup> 因各機構會計期間的不同，實際年度結帳日可能落於2009年9月至2010年3月間。

<sup>13</sup> Committee on the Global Financial System, 2005。

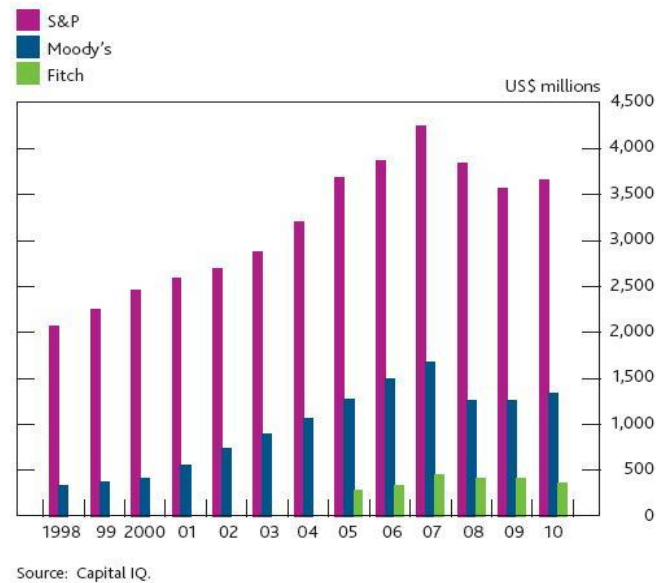


圖 3-2：三大信評公司近年營業毛利比

最後，有關信評機構分析師人數，三大信評機構仍占有主要領導地位。由下表3-4所示，截至2009年各公司財報結束日止，三大信評機構共計聘任3,150位信用評等分析師，約當為整體信用評等機構分析師總數90%，雖至2010年三大信評機構所聘用分析師下滑為2,909位，但占整體信用評等分析師總數卻提升至91.19%。三大信評機構外，A.M. Best仍是三大以外聘用分析師最多者，但聘用人數已由2009年的134位(約為總數4%)，下滑至77位(約為總數2.41%)，人數已和DBRS及R&I相近，顯見信評分析師仍集中服務於三大信評機構。



表 3-4：美國各家信用評等機構分析師人數分布表

機構名稱	分析師人數		分析師主管人數	
	2009年	2010年	2009年	2010年
A.M. Best	134	77	42	43
DBRS	67	75	20	20
EJR	5	2	3	3
Fitch	1,035	712	345	337
JCR	61	27	27	30
KBRA(LACE)	7	9	4	4
Moody's	1,096	1,088	143	116
R&I	81	74	6	4
Morningstar (Real Point)	15	17	7	7
S&P	1,019	1,109	223	236
合計	3,520	3,190	820	800

資料來源：SEC

綜上所述，美國信評產業雖在金融海嘯後遭到重擊，營業狀況雖有明顯的衰退現象，但近期表現已有止穩的趨勢。付費機制方面，而新設立信評機構例如：Egan-Jones、LACE 及 Realpoint，均以「訂購者付費」(subscriber-pay)為主要營運模式，顯見信評機構已意識到發行人付費之營運模式對評等品質的影響。最後，美國證管會在金融海嘯後，推動信評產業「增加競爭」的策略，試圖減低目前三大信評機構的寡占市況，然以證管會公布之資料觀察，增加競爭之成果有限。

## 第二節 歐盟信用評等產業發展現況

本節主要目的在於透過對歐盟信用評等產業發展概況之介紹，藉以評估我國信用評等產業未來發展前景。撰寫內容聚焦在產業發展歷程、監理機制、競爭及營運概況。就發展歷程而言，歐盟諸國的信評產業發展較美國來得遲，雖有其本地信評機構之成立，惟市場占有率均不大。美國三大信評機構(穆迪、標準普爾及惠譽)多以子公司型態在歐盟營運，並在歐盟市場維持寡占地位(市占率超過94%)。相對於

美國，歐盟對於信評機構的監理於2009年9月前是較為寬鬆的。在歐盟營業之信評機構僅受到歐洲議會及歐盟理事會共同發布的市場濫用指令與資本要求指令之規範，以及由國際證券管理機構委員會訂定之信評機構自律規範。2008年金融海嘯發生，信評業的諸多舉措遭受非議，歐洲議會及歐盟理事會遂於2009年9月16日通過管理信評機構規章，訂定信評機構之註冊及退場機制，以及有關利益衝突及資訊揭露等規範，監理轉趨嚴謹。

信評被監管部門廣泛運用於監管金融機構，然而信評機構本身卻缺乏強制、有效的外部監管，在市場缺乏競爭與約束的情況之下，容易產生評等結果失真。有鑑於此，歐盟進一步於2011年5月11日通過對管理信評機構規章之修正，在註冊、業務經營及監理方面有更嚴格的規定。如歐洲證券和市場管理局自2011年7月起，開始受理信評機構在歐盟的註冊業務；歐盟賦予該機構對在歐盟註冊的信評機構，擁有獨立監理權及全面調查的權力，包括可調閱任何有必要的文件、數據或傳喚證人，與進行實地檢查並給予行政處分、罰鍰及連續性罰款。在增加信用評等市場的競爭程度方面，已有歐洲議會議員於2012年2月提議採取措施來降低3大信評機構之市場占有率，如要求金融商品發行人必須每隔三年輪換評等該類商品的信評機構。

為確保信用評等意見書品質，歐盟現行規定未獲其認證的國外信評機構，其所發布的信用評等在2012年4月30日後須經過在歐盟當地註冊的信評機構之認可，才能被歐盟金融機構為監管目的來使用。而國外信評機構能夠向歐盟提出認證申請的先決條件是，其註冊營運所在國的信評機構監理機制已被歐洲執行委員會認定為其嚴謹程度達到歐盟的監理水平。至2012年4月27日為止，共有日本、美國、加拿大、澳大利亞、香港、新加坡、墨西哥、阿根廷及巴西等國的信評機

構監理機制被歐盟認定為達到其監理水平；然而台灣並不在列，因此希望我國主管機關，能早日向歐洲證券和市場管理局(ESMA)提出評鑑我國信評機構監理機制之申請，不然對我信評業者拓展在歐盟的營收相當不利。

## 一、歐盟信用評等產業發展歷程

在1972年以前，美國是唯一擁有信用評等機構的國家。1972年後伴隨美國以外的資本市場之發展，信用評等機構才在其他國家陸續誕生。如加拿大在1972年有加拿大債券信用評等公司(CBRS)和在1976年有自治區債券信用評等公司(DBRS)相繼成立；日本在1975年有日本債券研究所(JBRI)成立。而歐洲直至國際銀行信用分析公司(IBCA)於1978年在英國成立才有本土的信用評等機構，之後德法義等國亦有信用評等機構成立，惟在規模上仍遠小於美國標準普爾公司(S&P)、穆迪投資服務公司(Moody's)和惠譽國際信用評等有限公司(Fitch)等前三大信評公司，且多只在國內市場發展。歐盟市場仍由美國三大信評機構寡占，穆迪(Moody's)、標準普爾(S&P)及惠譽(Fitch)三大信評機構在27個歐盟會員國中維持寡占壟斷地位；其中，穆迪及標準普爾合計市場占有率超過80%，惠譽則約為14%。穆迪及標準普爾之總部設在美國，惠譽則以紐約及倫敦為雙總部(因Fitch與IBCA在1997年合併)，該等信評機構多以子公司型態在歐盟營運。<sup>14</sup>歐盟營運之信評機構，除美國三大信評機構外，尚有加拿大及日本之評等機構(包括加拿大DBRS及日本Japan Credit Rating Agency, Ltd.、Rating and Investment Information等評等公司)，以及歐盟各國本地信評機構，惟市場占有率均不大。<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> 參考吳登章、李佩真(2010)，「美國及歐盟信評產業之發展及監理變革」，全球金融危機專輯(增訂版)，3月，225-234頁，中央銀行。

<sup>15</sup> 同上。

在監理嚴謹度上，相對於美國，歐盟對於信評機構的監理於2009年9月前是較為寬鬆的。過去歐盟營業之信評機構僅受到歐洲議會(European Parliament)及歐盟理事會(Council of the European Union)共同發布的市場濫用指令與資本要求指令之規範，大部分歐盟會員國並不對信評機構營運進行監理。歐洲執行委員會(European Commission)認為當時各種金融服務指令，包含由國際證券管理機構委員會(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)訂定信評機構自律規範，已妥善回應有關信評機構重要問題，足以規範信評機構，故決定不提出新的立法提案。直到2008年金融海嘯發生，歐盟始體認到僅透過自律規範是不足的，且考量信評機構之業務範圍遍及全歐盟，有必要採行一致性之規範加以管理，並為呼應2008年11月G20華盛頓高峰會的承諾，歐洲議會及歐盟理事會遂於2009年9月16日通過管理信評機構規章(Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies)，訂定信評機構註冊及退場機制，以及有關利益衝突及資訊揭露等規範，監理轉趨嚴謹。

## 二、歐盟信用評等機構監理機制

於2010年11月24日歐洲議會及歐盟理事會通過Regulation(EU)No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council將監管信評產業之歐洲證券管理委員會(Committee of European Securities Regulators, CESR)擴充並更名為歐洲證券和市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)。歐洲證券管理委員會成立於2001年6月6日，總部位於法國巴黎。其成立之目的主要在於：(一)改善各國證券監管單位間之整合協調；(二)扮演政策諮詢團體的角色來協助歐洲執行委員會作成決策；(三)從事將歐盟的立法施行於各個會員國。然而歐洲證券管理委員會運作期間，所能發揮之預期功能並不

顯著，主要存在二大問題。其一是因歐洲證券管理委員會所作成的決議對其會員國不具法律上的約束力且對個別會員國不配合之舉措無法採取行動，致使各國在證券監管的力度上常發生不協調的情況。另一是因歐洲證券管理委員會之組成只有包含各會員國的證券監管單位，致使其所作成的政策建議與規範標準往往只從證券業的角度加以考量，較無法防範金融市場的系統性風險。在2008年金融海嘯發生後，前述問題的缺失更加被凸顯。

為此歐洲執行委員會於2009年9月提議創立3個金融市場新監管單位：歐洲證券和市場管理局(ESMA)、歐洲銀行業管理局(European Banking Authority, EBA)、歐洲保險和職業退休基金管理局(European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)。其中以ESMA取代CESR之立法於2010年11月24日獲得通過，ESMA並於2011年1月1日正式開始運作。此次變革賦予ESMA更多的權限，整理如下：

- (一)能夠草擬對各歐盟會員國具法律約束力之技術準則規範；
- (二)能夠快速採取措施確保監管規範適用歐盟律法之一致性；
- (三)具有調停與解決各國監管單位間之爭端及在必要時作出具約束力的最終裁決之權力；
- (四)在金融危機期間協調各國監管單位採取一致行動，並且(若可能)強制實行危機處理措施；
- (五)與歐洲系統性風險理事會(European Systemic Risk Board, ESRB)合作，監控跨國金融機構的系統性風險；
- (六)賦予其消費者保護之責任，使其具有權限對危害金融穩定或金融市場秩序之金融商品處以禁止銷售3個月；
- (七)賦予其對信用評等機構之直接監理權。

ESMA理事會由具投票權之各會員國證券監管單位首長，以及不

具投票權的ESMA主席與歐洲執行委員會、歐洲央行、ESRB、EBA和EIOPA等代表所組成。為適應歐洲證券和市場管理局的監理，歐盟於2011年5月11日通過Regulation(EU)No.513/2011 of the European Parliament and of the Council 對管理信評機構規章(Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies)做出修正。現行的信評機構規範如下，著重在註冊、業務經營及監理方面：<sup>16</sup>

(一)註冊：信評機構須符合相當的條件方能註冊，包括確保其評等過程的獨立性與完整性，以及信用評等意見書發布的品質等。歐洲證券和市場管理局並自2011年7月起開始受理信評機構在歐盟的註冊業務。

(二)業務經營：現行規範要求信評機構：1、避免利益衝突，如信評機構不得指派持有某公司股票之分析師負責該公司之評等作業；2、確保信用評等意見書的品質，例如信評機構若發現資料變動可能對信用評等產生影響時應重新審視其信用評等意見，若無也應至少每年重新審視一次；3、確保評等方法之品質，例如信評機構應力求評等方法的嚴謹、周延和系統化且須經歷史經驗之驗證(包括後測試(back-testing))；4、透明度應高，例如信評機構每年應發表一份透明度報告。

(三)監督：自2011年7月開始，歐洲證券和市場管理局對在歐盟註冊的信評機構，擁有獨立監理權及全面調查的權力，包括可調閱任何有必要的文件、數據或傳喚證人，與進行實地檢查並給予行政處分、罰鍰及連續性罰款。如信評機構若違反前項1或3，可被罰款至少500,000歐元且至多不超過750,000歐元；若違反前項2則可能被罰款至少300,000歐元且至多不超過450,000歐元；至於違反前項第4點並無制定罰則。<sup>17</sup>亦即，歐盟對信評機構的監管更為集中與

---

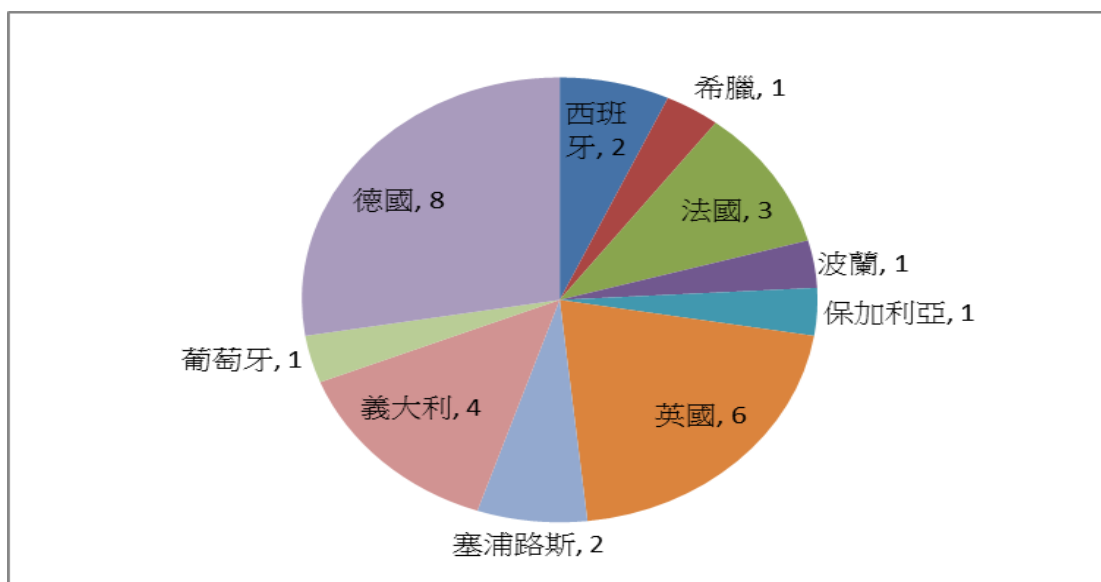
<sup>16</sup> 參見 November 15, 2011 Press Release by European Commission, “Commission wants better quality credit ratings.”

<sup>17</sup> 參見管理信評機構規章修正(Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council)中第 36a 條(Article 36a)。

簡化，可顯著的提升效率與效能，而信評機構也是目前唯一可由歐盟管理當局直接監理的金融機構。

### 三、歐盟信用評等產業之競爭及營運概況

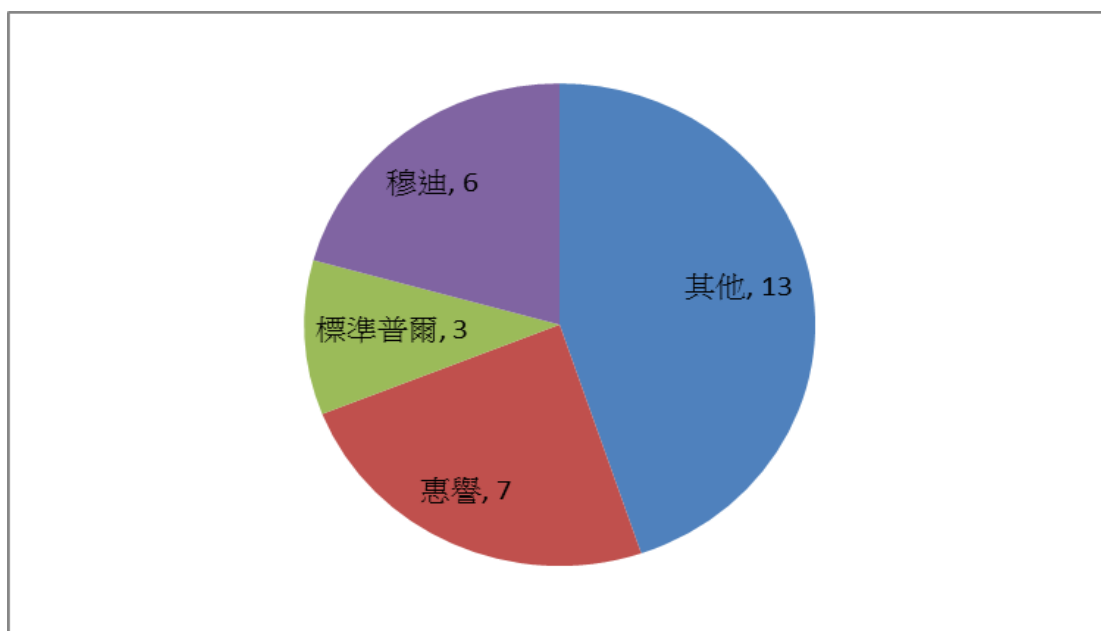
截至2012年5月14日為止，歐盟已有29家信評機構完成註冊與1家日本信評機構完成認證。這些註冊信評機構於歐盟各國分佈請詳見圖3-3，圖中顯示德國以8家信評機構居冠(約占28%)，英國以6家居次(約占21%)，義大利(4家)及法國(3家)則分居3、4名。其中某些信評機構屬同一集團(詳見圖3-4)，現有3個註冊信評機構集團分屬穆迪(6家)、標準普爾(3家)及惠譽(7家)，擁有跨歐洲之分支機構；前三大集團約占有所有歐盟註冊信評機構家數55%；其餘的註冊信評機構(13家)只在本地市場活躍。穆迪、標準普爾及惠譽等3大信評機構在歐盟信用評等市場的占有率，以金融資產(即被評等之標的)來分類，據專家估計經常能超過80%；為增加信用評等市場競爭程度，歐洲議會議員Leonardo Domenici研議應採取措施來降低3大信評機構之市場占有率，如要求金融商品發行人必須每隔三年輪換評等該類商品的信評機構<sup>18</sup>。



資料來源：ESMA，本研究收集整理

圖 3-3：註冊信評機構數在歐盟各國之分佈

<sup>18</sup> 參考“EU lawmaker wants to toughen up draft ratings law,” by Huw Jones, Reuters, Feb 28, 2012。



資料來源：ESMA，本研究收集整理

圖 3-4：歐盟註冊信評機構數以是否屬於前三大集團分類

現依註冊或認證生效日，依遠至近方式排序，將30家信評機構列於表3-5。其中日本信用評等公司(Japan Credit Rating Agency Ltd)並沒有在歐盟設立分支機構，然而因日本的信評機構監理機制已於2010年9月28日被歐洲執行委員會認定為其嚴謹程度達到歐盟的監理水平，因此設立於日本的信評機構(如日本信用評等公司)可以向歐洲證券和市場管理局申請認證。該公司一旦獲得認證通過，其所發布的信用評等意見書可以被歐盟金融機構直接使用。根據現行歐盟的信評機構監理相關規定，以日本來說，除日本信用評等公司外，其他未獲認證的日本信評機構，其所發布的信用評等在2012年4月30日後須經過在歐盟當地註冊的信評機構之認可，才能被歐盟金融機構為監管目的來使用<sup>19</sup>。

<sup>19</sup> 參見 March 15, 2012 Press Release by ESMA, “ESMA allows EU-registered CRAs to endorse credit ratings issued in the US, Hong Kong and Singapore.”



表 3-5：於歐盟註冊、認證之信評機構彙整表

機構名稱	所在國家	歐盟會員國國內法定註冊單位	狀態	生效日期
Euler Hermes Rating GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2010/11/16
Japan Credit Rating Agency Ltd	Japan	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	認證	2011/01/06
Bulgarian Credit Rating Agency AD	Bulgaria	Financial Supervision Commission (FSC)	註冊	2011/04/06
Feri EuroRating Services AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2011/04/14
Creditreform Rating AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2011/05/18
PSR Rating GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2011/05/24
ICAP Group SA	Greece	Hellenic Capital Market Commission (HCMC)	註冊	2011/07/07
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2011/07/28
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2011/08/16
Companhia Portuguesa de Rating, S.A. (CPR)	Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)	註冊	2011/08/26
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	UK	Financial Services Authority (FSA)	註冊	2011/09/08
DBRS Ratings Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	註冊	2011/10/31
Fitch France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	註冊	2011/10/31
Fitch Deutschland GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2011/10/31
Fitch Italia S.p.A.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	註冊	2011/10/31
Fitch Polska S.A.	Poland	Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)	註冊	2011/10/31
Fitch Ratings España S.A.U.	Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	註冊	2011/10/31
Fitch Ratings Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	註冊	2011/10/31
Fitch Ratings CIS Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	註冊	2011/10/31
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cyprus	Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)	註冊	2011/10/31
Moody's France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	註冊	2011/10/31

機構名稱	所在國家	歐盟會員國國內法定註冊單位	狀態	生效日期
Moody's Deutschland GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	註冊	2011/10/31
Moody's Italia S.r.l.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	註冊	2011/10/31
Moody's Investors Service España S.A.	Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	註冊	2011/10/31
Moody's Investors Service Ltd	UK	Financial Services Authority (FSA)	註冊	2011/10/31
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	註冊	2011/10/31
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	註冊	2011/10/31
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	註冊	2011/10/31
CRIF S.p.A.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	註冊	2011/12/22
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Cyprus	Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)	註冊	2012/05/08

資料來源：ESMA，本研究收集整理

### 第三節 亞太地區信用評等產業發展現況

#### 一、亞太地區信用評等產業發展

自1909年穆迪在美國設立第一家信用評等機構以來，其後約60年間信用評等機構服務範圍多僅限於美國地區客戶。直到1972年加拿大設立了Canadian Bond Rating Service(CBRS)以及Dominion Bond Rating Service(DBRS)，才打破信評公司僅在美國地區發展的產業型態，依據國外研究機構調查，截至2011年10月底止，全球在46個國家共有112個信評機構，其中約有40個信評機構設在亞洲的16個國家或經濟體內，詳如表3-6。

表 3-6：亞洲各國信評機構表

國家	信評機構名稱	設立年度
亞塞拜然	AzeriRating	
巴林	Islamic International Rating Agency*	
孟加拉	Credit Rating Information & Services Ltd.*	1995
	Credit Rating Agency Bangladesh*	2003
	Emerging Credit Rating Ltd.	2009
中國大陸	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.*	1988
	Shanghai Brilliant Credit Rating Co., Ltd.*	1992
	China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd. (CCXI)*	1992
	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.*	1994
	China Lianhe Credit Co., Ltd.*	1995
	Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.	
	Centrus Credit Rating Co., Ltd.	
	Shanghai Wanglong Co., Ltd.	
	Shanghai Tiancheng Co., Ltd.	
印度	Credit Rating Information Services of India Ltd. (CRISIL)*	1987
	Investment Information Services & Credit Rating Agency Ltd. (ICRA)*	1991
	Credit Analysis & Research Ltd. (CARE)*	1993
	Brickwork Ratings India Pvt. Ltd.*	
	SME Rating Agency of India Limited (SMERA)	
斯里蘭卡	RAM Ratings(Lanka) Ltd.*	2005
印尼	Pefindo Credit Rating Indonesia*	1993
	P.T. Moody's Indonesia	1997
日本	Rating and Investment Information, Inc. (R&I)	1985
	Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)*	1985
哈薩克	Rating Agency of Regional Financial Center of Almaty City (RARFCA)*	
	JSC	
	KzRating	2006
南韓	Seoul Credit Rating & Information, Inc (SCRI)*	1992
	Korea Investors Service, Inc (KIS)*	1985
	Korea Ratings Corporation*	1983
	National Information and Credit Evaluation (NICE)*	1986
馬來西亞	Rating Agency Malaysia Berhard (RAM)*	1990
	Malaysia Rating Corp.(MARC)*	1995
巴基斯坦	JCR-Vis Credit Rating Co., Ltd.*	1997
	The Pakistan Credit Rating Agency Ltd. (PACRA)*	1994
菲律賓	Philippine Rating Services Corp.(PhilRatings)*	1985
	Credit Information Bureau, Inc	1985
台灣	Taiwan Rating Corporation (TRC)*	1997
泰國	Thai Rating & Information Services Co., Ltd. (TRIS)*	1993
烏茲別克	Ahbor Rating	1996
註：Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.(上海遠東資信評估有限公司)，於 2008 年 12 月由國營之中國東方資產管理公司入股並取得控制權。		
合計 16 國、40 家信評機構。		*表示為 ACRAA 會員

資料來源：各機構網站、ACRAA (截至2011年10月止)。

亞太地區信用評等制度起步較晚，且多與當地債券市場發展有關。最早設立者為1983年於南韓所設立的Korea Ratings Corporation(KRC)，接著日本亦於1985年設立Rating and Investment Information, Inc. (R&I) 及Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)等2家機構。亞太地區大多數信評機構在建立時獲得政府監管機關支持，並且要求特定金融工具須獲得信評方得發行，如南韓、泰國的證券監管部門要求公開發行的未擔保公司債券必須進行評等；在印度，除對債券發行人進行評級外，商業票據等特定金融工具及非銀行金融機構也被要求進行評等。亞洲國家在1997金融風暴後，亦推動各國金融機構對信用評等的需求上升。當時亞洲國家金融機構，購買許多地區性公司發行的企業、金融債券，當亞洲金融風暴發生時，許多金融機構因購買當地的債券，造成龐大債券價值減記損失，因此亞洲國家政府吸取教訓，逐步引進國際信用評等至當地設立分公司或合資子公司。此外，國際清算銀行(BIS)推動各國將金融機構資本適足率納入監理規範，使資本適足率成為信用評等的一項重要依據，而亞洲企業跨國發債，更產生了對區域性信評機構的需求。在前述需求下，由於一開始即設立跨國信評機構，實屬不易，便有業者提出了推動亞洲地區信評機構合作的構想，成立亞洲信用評等機構協會(Association of Credit Rating Agencies in Asia, ACRAA)。ACRAA成立於2001年9月，總部設在亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)所在地馬尼拉，當時由亞洲10個國家的15家信用評等機構組成，旨在推動各國地區性信評機構的區域性合作，並為會員提供教育訓練課程等服務。

## 二、各國信用評等產業發展概況

### (一)日本

日本的信用評等制度約於1955年開始，由於當時日本政府廢除公司債的事前審查制度，進行債券發行的自由化，信用評等的必要性才被加以注意。1979年由日本100%自行投資第一家本土信用評等機構日本債券研究所(Japan Bond Research Institute；JBRI)成立，1985年兩家評等公司日本投資服務公司(Nippon Investor Service；NIS)及日本信用評等公司(Japan Credit Rating Agency；JCR)亦陸續加入，其中JBRI與NIS於1998年4月合併為日本評等投資情報中心(R&I)。日本為亞洲主要工業國家，其信評事業發展亦較亞洲其他多數國家早。以該國為例，其信用評級制度的發展大致可分為二個階段。

第一階段由發債調整協議會進行評等。日本於1947年建立發債調整協議會(簡稱「發債會」)，統一決定各種債券的發行條件和發行利率。1959年以後發債會開始對債券進行評等，最初劃分A、B、C三個等級，主要觀察發行人資本金、有形資產額以及發債餘額等反映規模狀況的指標。在1960年代中後期，日本評等制度由注重規模向注重品質轉變，指標設置日趨完善，級別分類也參照美國的評等制度做了調整。第二階段參照美國模式建立專門的評級機構。1979年日本經濟新聞社附設的日本債券研究所率先展開評等業務，並在1981年成立御國信用評級社。1985~1986年日本信用評等公司和日本投資者服務公司也相繼成立。日本和美國評等制度，差別在於日本是對發行者進行評等，發行者一旦獲得評等，在1年內其所發行的任何債券(主要為普通公司債)都可以使用這一評等級別；而美國主要是對發行者的債券種類進行評級，同一發行者在1年內發行不同種類的債券時，可以得到不同的評等結果。

## (二)韓國

韓國信用評等產業始自1983年12月設立Korea Management Consulting Corporation(其後更名為Korea Ratings Corporation, KRC)，從事政府機關專案管理顧問工作，其後在1987年11月更名為Korea Management Consulting Credit Rating Corporation，繼而開啟信用評等服務，並陸續發展商業本票評等及企業初次上市本益比評估等相關業務，現為惠譽(Fitch)在南韓子公司。南韓另一家主要信評公司Korea Investors Services設立於1985年，於當年度即開辦信用評等業務，較KRC為早，現為穆迪(Moody's)在南韓之子公司。此外，南韓國內也於1992年創立獨立經營的Seoul Credit Rating & Information，目前有員工近千人，該公司主要從事信用評等、信用研究及分析報告出版、債務催收以及銀行援助服務。

1997年亞洲金融風暴，為韓國信評產業發展的重要分野。在1985年韓國導入債券評等至亞洲金融風暴以前，韓國主要債券市場主要以發行擔保債券為主，其占比約為80%，由於債券採擔保方式發行，對評等服務的需求較少。此外，主管機關對債券發行人採行發行能力管制，亦即排除信用不佳的發行人發行垃圾債券之可能，雖此舉減少債券發行對評等的需求，所幸，此時主管機關要求債券發行時須有二家以上的評等機構進行評等，逐漸帶動債券發行對信用評等的需求，降低前述發行能力管制對信評需求的影響。在1997年亞洲金融風暴以後，韓國信評產業朝向多元化的發展態勢。在債券市場面上，由於市場發行風向轉為可發行無擔保債券，再加上資產證券化(ABS)業務之導入，韓國信評產業進入一個蓬勃發展的時代。三大信評機構除以合資、業務合作方式進入韓國市場外，Fitch更以股權收購方式，逐步握有KRC超過70%股權，韓國信評機構至此逐漸發展出區域競爭力。此時，韓國亦開始對信評產業加強管理，其措施除修改法令規範外，並

確立信評產業的監管機制，其中最重要的一點，是對信評機構在所評證券發生違約事件時，視情節輕重採行記點制度，以收警惕之效。

### (三)中國大陸

大陸信評業務在1980年代債券市場急遽發展後而設立。近年隨著評等業務範圍不斷擴展延伸及業務操作方式的日益市場化，信評產業的發展出現新的趨勢。綜觀大陸信用評等產業發展歷史，大致可以分為四個發展階段：

#### 1、初創階段(1987年~1992年)：

1987年2月大陸國務院發布《企業債券管理暫行條例》，同年，人民銀行總行對各地地方企業發行債券下達發行額度，並於1998年起對信評相關制度展開研討。此階段人民銀行系統(各分行)成立20多家評等機構，專業銀行的諮詢公司、調查統計部門等機構也展開信用評等活動。其後，在1989至1990年間，由於中央實行緊縮銀根政策，同時人民銀行為貫徹國務院清理整頓金融性公司的決定，於1989年9月下發《關於撤銷人民銀行設立的證券公司、信譽評級公司的通知》，至此，人民銀行和專業銀行成立的信用評等公司一律撤銷，評等業務由信譽評級委員會辦理，大陸信用評等業進入一個低谷階段。1990年8月人民銀行下發《關於設立信譽評級委員會有關問題的通知》，明確規定信譽評級委員會有關的管理、機構性質及業務規範等問題，信用評等機構的組織問題得到解決，信用評等業務也相對走上規範化和制度化，逐步形成比較完整的信用評等指標體系。

#### 2、初步發展階段(1993年~1999年)：

大陸信評產業以中國誠信證券評估股份有限公司成立和國務院《企業債券管理條例》發布為里程碑，至此進入相對較快的發展時期。1992年12月，國務院下發了《關於進一步加強證券市場宏觀管理的通知》，通知中明確了債券信用評等工作應作為債券發行審批的一

個必要程序，在此後的約4年中，企業債券發行規模逐漸擴大，參與信用評等的機構主要是中國誠信和地方人民銀行的資信評級委員會等，機構數達20~30家，其中中國誠信基本占據了中央企業債的信用評等市場，也占據一定的地方債市場。1997年人民銀行認可9家可在全國開展企業債券評等業務的信評機構，主要是希望解決地區分割和信評機構過多的問題。

### 3、徘徊探索階段(1999年至2003年)：

自2000年起，大陸各界開始積極關注社會信用問題，再加上國際《新巴塞爾資本協議》的討論，對於大陸信評產業的發展產生廣泛的影響。然而，由於這段期間企業債券評等業務發展緩慢，債券發行計劃需經國務院批准，僅有少數中央企業獲准發行債券，因而債券評等業務發展極為有限；在此段期間中，信評機構發展較多的業務，是對上市公司可轉換公司債券的評級，雖然進行信用評等並非是企業發行可轉債的必要條件，但大部分上市公司在發行可轉債時，都聘請大陸信評機構對其公司進行評等。此間，除了債券發行的評等業務外，另一方面，貸款企業的評等業務亦有一定發展，人民銀行各地分行開始陸續認定一些信用評等機構(如上海、天津、福建、海南等地)，對貸款企業進行信用評等，以上海為例，1998年人民銀行上海市分行決定啟動貸款企業信用評等的試點工作，當年相關評等機構共對將近200家貸款企業進行了信用評等，並在1999年人民銀行上海大區行成立後，強化了對貸款企業的信用評等工作。此外，信用評等機構還規劃開展對金融機構(包括商業銀行、保險公司及證券公司)、基金、信託投資公司資金信託計畫等的評等，但受於市場需求不強，當時的市場規模開展受限。

### 4、重大發展階段(2003年迄今)：

此階段的發展主要來自於人民銀行、國家發展和改革委員會、證監會、銀監會和保監會對信評產業提出許多政策法規，相繼認可各家



信評機構於債券發上所提出的信用評等，並於2003年11月，在人民銀行總行下成立徵信管理局，繼而在人民銀行各分支行相應設立徵信管理部門，負責承辦信貸徵信管理工作等相關業務。整體而言，可看出各個監管部門根據自己部門對產品的監管，衍生出對信評機構的監管，然而各部門監管力度、理念有所差別，需要繼續協調整合；在債券市場發行方面，由債券的種類、規模明顯擴大，故相關單位對此所發布的法規亦較多，可看出信用評等機構在此部分受約束的力量較強；最後，監管機構根據此間國際發展經驗修訂許多法規辦法，但更注意的是對大陸信評產業實際面的問題解決。

瞭解中國大陸的信用評等產業發展過程後，若由另一個角度，從各評等機構的業務特點和範圍觀察大陸信用評等機構的發展模式，約可劃分為下列三類，1、從市場發展出來：此類有聯合資信評估有限公司、中國誠信國際信用評級有限公司、大公國際資信評估有限公司，為獨立於任何機構的信評公司，目前真正在市場上比較活躍且有一定影響力者只有約5-6家；2、從銀行機構獨立出來：這類機構隨著大陸經濟在1980年代後快速的發展，部分機構透過合作、改制重組以新的姿態加入市場，然而大部分仍然服務於其原隸屬之銀行，這類的評等機構數量較多，約在十數家左右，然而，由於其業務範圍較小且多屬地方性機構，在市場上影響力較小；3、從國際進入設立：在中國大陸經濟發展、規模擴大且加入WTO後，國際上三大知名信評機構也紛紛在大陸尋求合作伙伴或成立辦事機構，並以業務交流及合辦研討會之方式與大陸主要信評公司(如上海遠東、大公國際)合作，促進信評產業發展。



## 第四章 信用評等機構評等模式分析

本章主要探討緒論中所提之國際主要信評機構評等模式，提供金融業者對於信評機構有更為深入的瞭解。復以考量目前國內銀行對各類信用評等資訊的使用情況，本研究將優先針對企業發行人及主權主體的信用評等類別作評等模式分析。綜觀各類信用評等的評價模式，其參考之資訊可分為量化資訊及質化資訊。在量化資訊方面，由於主要來自受評主體的財務報表、公開發布之統計值以及研究單位的預估值，可提供信評機構較為一致的比較標準，然而，這些數值可能受限於不同國家採取的會計準則、衡量標準，而影響量化資訊的可比較性(comparability)，另一方面在質化資訊上則主要來自過去經驗，以及各項無法以數值量衡量，卻又實質影響經濟及產業發展之因子。因此瞭解信用評等的評價模式後，將有助於金融業者瞭解信評機構產生評等資訊的緣由與過程，進而讓使用者更適當的使用各類評等結果所傳達之資訊。最後，本章希望從金融業者的角度，瞭解其使用信評資訊之狀況，進而發現目前信用評等資訊的不足之處，並探討其他信用分析模式的發展與使用情況，是否影響信評產業之未來發展。

### 第一節 主要信用評等類別分析

依據美國證管會對信評機構之統計資料，依評等主體的不同，可分為對於1、金融機構；2、保險公司；3、企業發行人；4、資產抵押證券；5、中央政府、地方政府及主權主體等五大類別，以下就各類別信用評等方式具體說明。

#### 一、金融機構

金融機構可靠度反映在機構策略、業務組合、管理紀錄追蹤、資產品質與流動性、資金管理以及風險控管等各個面向上。信用評等主

要係評量金融機構在面對艱難的環境下，如何永續經營的能力。其中，與同業比較乃是其中一個重要的衡量方法，而衡量時所使用的數據、資訊，與各國主管機關要求金融機構揭露的資訊品質有關。一般而言，信評機構對金融機構從事信用評等採取下列五大步驟：

- (一)從總體經濟、企業策略、風險控管及公司治理等構面，檢視金融機構的整體營運風險輪廓；
- (二)以數量分析評量機構內的風險輪廓；
- (三)考量機構內特有的事項、風險因子及主觀因素；
- (四)針對機構主體或機構發行的證券給予評等，其中後者尚需另行考量其發行架構及擔保品之狀況等其它因素；
- (五)對給予之評等從事後續追蹤與調整。

分析金融機構的整體營運風險輪廓的各項構面，為對金融機構從事評等的基礎。總體經濟方面主要影響因素如通貨膨脹率、貨幣供給、利率水準及相關人口統計數字，其他次要因素則包括經濟體內存款與投資趨勢、總體經濟政策方向及政經環境穩定度等。在企業策略方面，主要因素包括產業特性、產業競爭度、企業輪廓、企業發展定位等，其他次要因素則為營運模式、產品組合、營業多角化、通路模式、資訊部門配合能力、股權結構等；風險控管方面由於金融業財務槓桿的因素，其所承受的財務風險較一般產業公司更大，主要包括授信、利率、流動性及作業風險等項目，而信用評等機構對個別機構管理上述各項風險的能力進行評估，其他考量因素如放款組合結構、產業集中度、關係人交易、資產品質變動度；公司治理方面，由於金融機構公司治理的良窳關乎企業營運績效甚鉅，信評機構可能觀察受評金融機構董事會與管理階層的監督與和諧度，來評定其公司治理能力。表4-1列出信評機構對金融機構評等使用主要財務比率供參。

表 4-1：信評機構對金融機構評等使用之主要財務比率

獲利能力—主要項目	
利差分析	
淨利差 (Net Interest Spread)	放款利息收入-存款及相關負債利息支出
淨利息收益率 (Net Interest Margin)	(放款利息收入-存款及相關負債利息支出)/平均放款餘額
收入分析	
淨利息收入比例	淨利息收入/營業收入
手續費收入比例	手續費收入/營業收入
人員費用占營業收入比例	人員費用/營業收入
提存後營業淨利占營業收入比例	提存後營業淨利 (net operating income after provisions)/營業收入
新放貸款損失提存占營業收入比例	新放貸款損失提存(new loan loss provisions)/營業收入
稅前淨利占營業收入比例	稅前淨利/營業收入
核心盈餘(Core Earnings)	淨利(少數股東分配前)-非經常性(特別)收入+非經常性(特別)費用+/-影響數稅項調整+無形資產及商譽攤銷(減損)-特別股股利
獲利能力—其他項目	
稅前淨利占風險資產平均數之比例	稅前淨利/風險資產平均數
損失提存前淨營運收入占損失提存數之比例	損失提存前淨營運收入【net operating income before loan loss provisions (LLP)/LLP】
每名員工淨利貢獻數	稅後淨利/員工人數
每名員工人員費用數	人員費用/員工人數
資金運用與流動性	
客戶存款占總負債比例	客戶存款/總負債
總放款占客戶存款比例	總放款/客戶存款
資本化情況	
平均普通股權益占風險資產比例	平均普通股權益/風險資產
第一級資本比例	第一級(Tier 1)資本/總加權平均風險資產(Total Risk Weighted Assets, RWA)
法定總資本比例	第一級資本+第二級資本/總加權平均風險資產
平均股東總權益占平均總資產比例	平均股東總權益/平均總資產
普通股股利分派比例	普通股股利/稅後淨利
資產品質	
新放款損失提存占客戶平均淨放款比重	新放款損失提存/客戶平均淨放款
淨轉銷壞帳占客戶平均淨放款比重	淨轉銷壞帳/客戶平均淨放款
放款壞帳提存占客戶毛放款比重	放款壞帳提存/客戶毛放款
授信減損準備占風險資產比重	授信減損準備/風險資產
價值減損資產總額	不計息放款(nonaccrual loans)+重組放款(restructured loans)
不良資產(NPA)	價值減損資產總額+逾期90天以上之放款
不良資產占客戶放款比例	不良資產/客戶放款
放款損失準備占不良資產比例	放款損失準備/不良資產
放款損失提存占總放款比例	放款損失提存/總放款

資料來源：Australia Ratings

## 二、保險公司

信用評等機構對保險公司的主體評等，主要是針對保險公司經營中所面臨的各種風險因素和風險防範能力的綜合分析，亦是對保險公司承擔保險責任和償還債務的能力和意願作綜合評價。與金融機構類似，保險公司信用評等主要觀察該公司所處的營運環境、公司治理結構、內部控制體系、業務經營情況、風險管理能力、財務狀況及外部支持等六個面向。在營運環境部分如總體經濟環境、法律環境、行業環境、保險業監管環境等因素。總體經濟因素上，利率、匯率及物價水平等條件均是保險公司從事商品定價的主要考量點，然而近年來由於國際金融市場利率走低，一些經營時間較長的保險公司，由於降息前保有大量高預定利率的保單，而遭受嚴重的利差損，迫使主管機關必須開放保險公司承作更多金融商品，以維持一定的投資報酬率。此外，總體經濟的周期性波動亦會影響市場對保險商品的需求，而法律則是保障保險雙方當事人權益的重要防線，這些因素均是影響信評機構對保險公司評等的重要觀點。在公司治理結構及內部控制體系部分，主要分析保險公司股權結構、大股東的財務實力以及保險公司與大股東間的支持度與關係人交易，而董事會成員及高階主管人員是否從保護股東的角度行使職權，並具有管理公司業務能力的素質，則是另一個重要考量點。在業務經營情況及風險管理能力部分，公司管理階層具有良好經營能力，可以讓公司的資產具有較高的運用效率和較低的成本費用率，而風險管理能力，則是評估保險公司是否建立完善的風險管理框架和體系，對保險公司的各項風險持續作監控，尤其是在再保險安排，以及分散和轉移保險業務上的作為。

財務分析部分主要評估保險公司資產品質、經營效率、獲利能力、財務流動性及償債能力。在資產品質方面，重點在於瞭解保險公

司投資資產種類和分布情況，並分析投資報酬率與風險平衡關係；在其他方面則透過財務比率，如盈利資產比重、資金運用收益率、營業費用率、佣金及手續費比率、賠付率等指標，來衡量保險公司的獲利能力，並可透過橫向(同業)及縱向(不同年度)的比較，分析保險公司的各項財務比率，以衡量保險公司的財務流動性以及償債能力。最後，外部支持亦是影響保險公司評等的一大因素。外部支持主要在於分析保險公司在金融集團或控股公司中的戰略地位，保險公司與其他股東是否存在支持承諾，以及獲得政府潛在支持的可能性，並適當評估保險公司在營運過程，所獲得主要股東的支持行為。一般而言，保險公司所獲得的外部支持度約可分為5等級，所獲支持等級愈高(數字愈小)，保險公司獲得的潛在評等愈高，如表4-2所示。

表 4-2：保險公司外部支持力度等級

等級符號	含義
1	得到政府部門明確支持的保險公司。
2	沒有在法律上得到支持的承諾，關鍵時期能夠得到政府支持的保險公司。
3	得到股東的重視，保險公司擁有在必要的時候得到支持的資源。
4	有可能但不確定得到支持的保險公司。
5	雖然能夠得到支持，但是這種支持不可信賴。

資料來源：資信評級原理,中國方正出版社，2009年1月

### 三、企業發行人

企業發行人的信用評等，是對受評主體如期償還其全部債務及利息的能力和意願的綜合評價，主要評價受評機構長期違約率大小。受評機構違約率的大小可以用企業償還債務資金來源對企業所需償還債務的保障程度及可靠性來加以衡量。由於企業債務償還發生在未來，企業未來發展情況會引發企業債務數量的變化，所以企業評等所涵括的債務不單純指企業目前帳面上所需償還的債務，還包括企業因

為經營和競爭的壓力所必須承擔的資本支出等方面的債務安排。企業償債的資金來源對企業債務的保障程度與企業經營風險和財務風險密切相關，經營風險可以衡量企業獲取償債資金來源可靠性，而財務風險可衡量企業償債資金對所需償還債務的覆蓋程度。在相同財務風險的情況下，經營風險低的受評主體所獲得的信評等級會高於經營風險高的受評主體；同樣地，經營風險相同的情況下，財務風險低的受評主體其所獲得的信評等級也會高於財務風險高的受評主體，表4-3為標準普爾評等公司之單年期全球發行體信用評等變動率矩陣。

表 4-3：標準普爾單年期全球發行體信用評等變動率矩陣表

標準普爾全球發行體信用評等(1981-2011)									
變動前/後	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
AAA	87.18	8.69	0.54	0.05	0.08	0.03	0.05	0.00	3.37
AA	0.56	86.33	8.30	0.54	0.06	0.08	0.02	0.02	4.08
A	0.04	1.91	87.27	5.44	0.38	0.16	0.02	0.08	4.71
BBB	0.01	0.12	3.65	84.86	3.91	0.64	0.15	0.24	6.42
BB	0.02	0.04	0.16	5.24	75.88	7.19	0.75	0.89	9.83
B	0.00	0.04	0.13	0.22	5.57	73.43	4.42	4.48	11.72
CCC/C	0.00	0.00	0.17	0.26	0.78	13.66	43.91	26.81	14.40

資料來源：中華信評 2011 年企業違約與評等變動研究(2012.5.20)、標準普爾全球固定收益研究；標準普爾 CreditPro® 7.72

企業的經營風險及財務風險一般均由多個主要因子組成。在業務風險方面，主要考量因子如產業背景、企業基本體質及競爭力、企業經營現況、企業管理以及發展策略；在財務風險方面則考量：資產品質、資本結構、獲利能力、現金流量狀況、償債能力等因子。由於企業償債發生在未來，對企業償債資金來源的判斷主要是依賴信評機構的專業判斷。從一般角度來看，企業目前狀態和歷史表現，再結合未來一些特別重要的因素，是可以預測企業未來的發展和財務狀況，但這種預測的主觀性較強。因此，從評等方法上來看，大多數評級機構都會以定性和定量分析相結合的方法，來對企業違約風險的大小進行判斷，其中對企業業務風險的判斷，主要以定性分析為主，對財務風險的判斷主要以定量分析為主。企業評等框架，詳如下圖4-1所示。



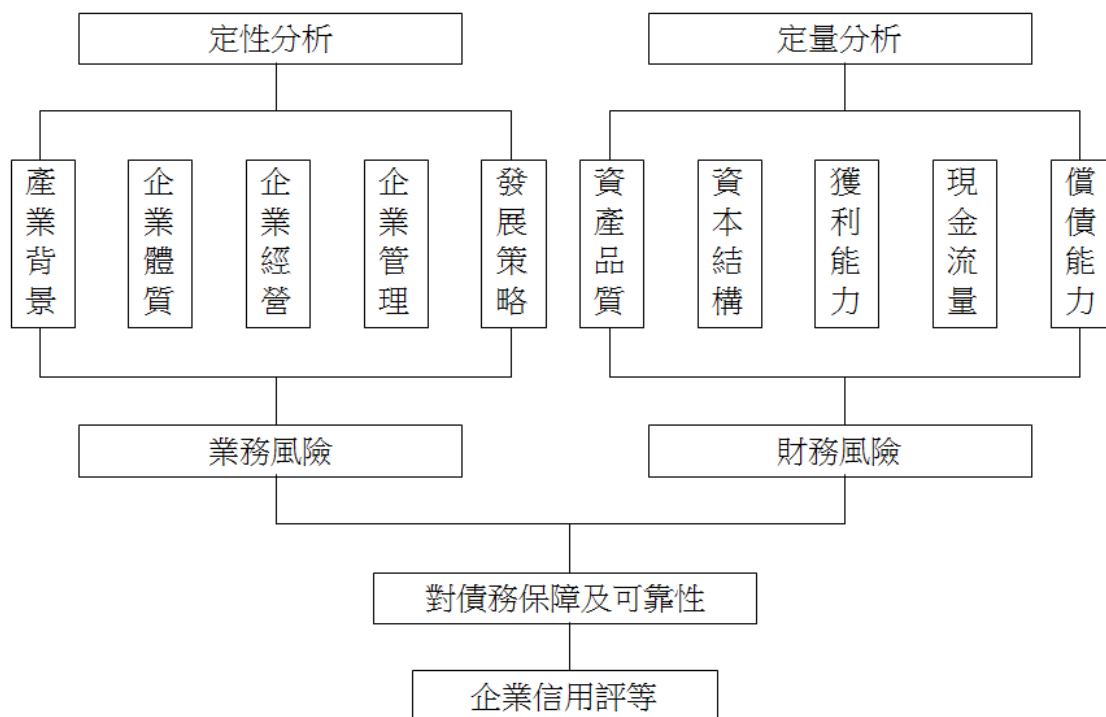


圖 4-1：企業信用評等架構圖

在企業的信用評等部分，除對發行人的評等外，以現行商品分布情況觀察，主要在於企業發行之債項信用評等。該項信用評等主要是對工商企業等發行人發行的債務融資工具或金融產品的評等，評定的是該債務融資工具或金融工具違約的可能性及違約損失的嚴重性，亦是信用評等機構的傳統和主要業務。一般而言，企業發行的債券，其評等等級主要取決於發行主體的信評等級，以及債券的償還順序、保護措施、財務限制條款等。信評機構對企業債項證券的評等，對企業而言，影響主要來自於以下方面：1、影響發行主體的發行成本；2、為債券投資者服務；3、有利於債券發行和流通之進行；4、為債券承銷機構服務；5、為有關部門監管債券市場服務。經由上述的影響層面，可見信用評等機構對一國證券發行市場影響之重要性。

以信評機構角度觀察，企業債券的償還主要經由下列二個方式來進行確保：

- (一)發債主體：發債主體的償債能力等同於企業評等，主要取決於未來能夠獲得足夠償還到期債務的現金流量，而此類能力與發債主體所處之行業、在行業中的地位、競爭實力、經營管理水準、未來發展等情況有關，已於本節前段所述，茲不復贅。
- (二)債權保護措施：主要是指針對特定債券的償還所採取之保障措施，常見的有外部第三方擔保(如企業信用擔保、政府特別基金擔保)、資產抵押與質押、有效監督下建立的專戶償債基金、限制企業投資及分紅等特別規定)。一般而言，債權保障措施愈充分，則債券到期償還的保障程度愈高、風險愈小。

綜上所述，企業債券的評級主要依賴企業自身的主體信用狀況和針對該債項的具體保障措施而定，而企業自身的信用狀況受到很多因素影響，其中最主要的是企業產生淨現金流量的能力。而債權保護措施則主要取決於保護措施對該筆債券的具體保障程度，企業債券(或金融工具)評等的總體架構如下圖4-2所示。

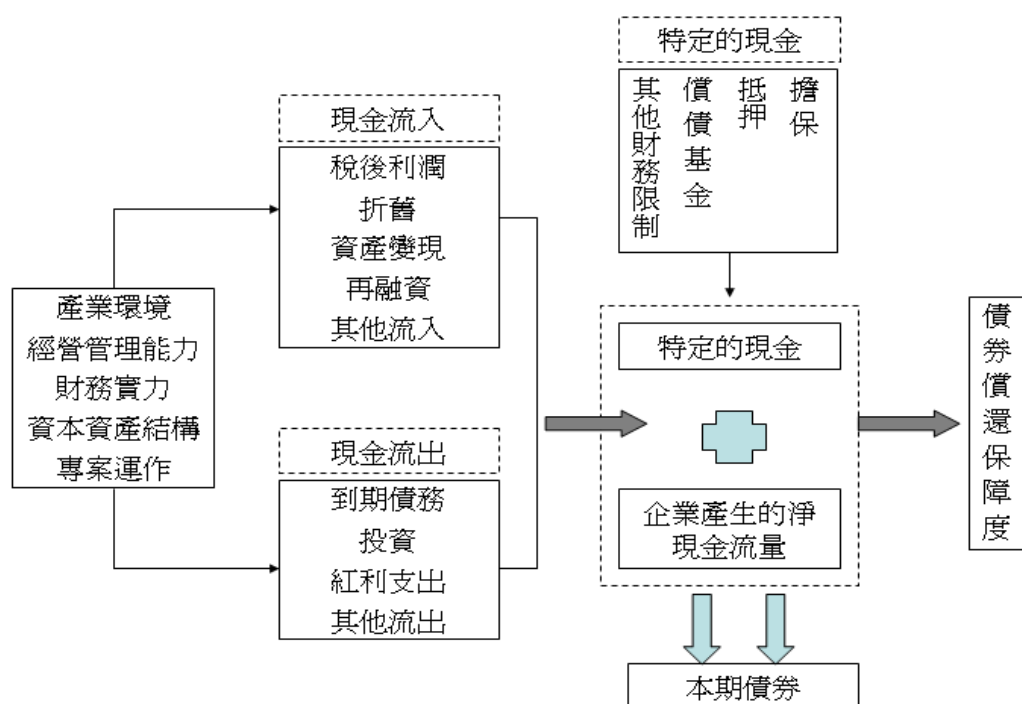


圖 4-2：債券信用評等架構圖

#### 四、資產證券化相關商品

資產證券化係指金融業者將貸款的抵押資產進行處理、交易，再將缺乏流動性的抵押資產轉為證券方式發行，並透過銷售該證券以融通資金，以達改善金融機構資產負債結構的目的。藉由資產抵押證券的發行，使金融機構除了傳統的資金出借者的功能外，增加了資產出售者的功能，並使金融機構在資金緊俏時能調度資金，紓解原始貸放機構的資金壓力，同時亦可改善資產品質，增強金融機構的風險抵禦能力。一般而言，資產證券化商品分為資產支持證券(Asset-backed Securities, ABS)及不動產抵押證券(Mortgage-backed Securities, MBS)，其中廣義的資產支持證券又可細分為狹義的資產支持證券與債權抵押證券(Collateralized Debt Obligations, CDO)；而MBS則可再分為企業不動產抵押證券(CMBS)及個人不動產抵押證券(RMBS)，詳如下圖4-3所示。

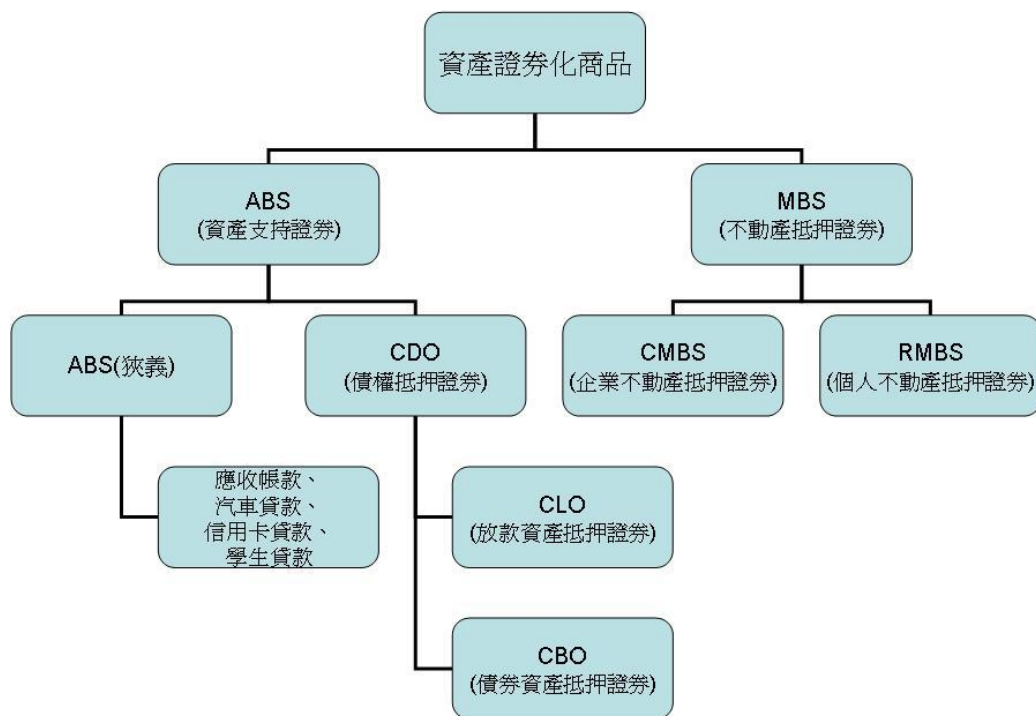


圖 4-3：資產證券化相關商品

資產證券化主要藉由金融機構分析自身的財務需求，提出適當的資產參與資產證券化發行，組成資產池，再將資產池內所有資產，移至受法律嚴格限制的特殊目的信託機構(SPV)，以確保出售資產的發起人如發生破產事件時，可以不列入破產清算，投資者亦不會受到發起人的信用風險影響。為吸引更多投資者參與並改善發行條件，參與資產證券化發行的投資銀行，須設法提高所發行證券的信用評等，這些安排的項目包括資產債務人違約、拖欠、或債務償還期與SPV規劃不同等事件，這些都將影響發行證券的受評等級。

如以CLO為例，信評機構須注意資產池中每筆貸款信用狀況，然後根據每筆借款人的信用紀錄及擔保情況確定每筆貸款的評等狀況，然後結合每筆貸款的違約及回收假設，對整個資產池進行信用風險的模型分析。因此，資產池中的各筆貸款品質及分散化程度，為影響CLO評等的一大因素。之後再經由對每筆貸款的曝險程度，乘上其

所占資產池的比例，可以得出整個資產池的加權平均風險值，再得出資產池整體的信用評等，但此種風險值是一個較為直接的產出，沒有考慮到資產池中各個資產的行業集中度、債務人集中度、地區集中度等相關性因素。此外，加權平均風險值可能隨著時間經過發生變化，以靜態的資產池為例，其變化可能取決於池內資產的到期年限、外部經濟環境等因素，一般而言，到期年限愈長，其風險變化的可能性愈大，而較弱的外部經濟環境，將使信用評等展望偏為負向。最後，CLO的評等原理上，普遍採用蒙地卡羅分析(Monte Carlo)，對資產池的信用風險進行量化分析。蒙地卡羅分析的特點在於能夠處理多變量間的複雜分析，藉由此種模式來處理關於資產池內行業、債務人、信用評等、到期年限對組合資產所產生的影響。而蒙地卡羅分析透過模擬系統的每一個環節的變化，來模擬整體系統的行為，亦即整體資產池的違約行為。整體而言，資產證券化信用評等與其它的信用評等模式比較，需要較多的數據模擬分析來達成。

## 五、中央政府、地方政府及主權主體

此部分評等主要可分為對發行「債券」的評等，以及對發行「主體」的評等。一般而言，媒體所報導某信評機構對於某國採取調降信用評等，大多指的是對於發行主體的評等。主權評等的原意，是評估某國政府(或政治實體)償還商業債權人的能力與意願，這些債權尚不包括政府對其它政府，或是對跨國金融組織(例如：IMF、World Bank)所發行的債權，當然也不包括政府外圍機構所發行的債權。依據標準普爾(S&P)所公布之主權信用評等參考標準，包括衡量政治穩定性與機構效率的政治分數(political score)、衡量經濟結構與成長前景的經濟分數(economic score)、衡量流動性與國際投資部位的外部分數(external score)、衡量財經政策的表現與彈性(包括債務負擔)的財政分數(fiscal score)以及衡量貨幣政策彈性的貨幣分數(monetary score)，前

述二者為政經面向指標(political and economic profile)，後三者則為彈性與表現面向指標(flexibility and performance profile)。詳細的主權信用評等方式容後於本章詳述。

地方政府評等方面，依據標準普爾評等標準如經濟因素(economy)占 30%、管理因素(management)占 20%、機構架構(institutional framework)占 10%、財務因素(financial measures)占 30%，以及債務及各項或有負債(Debt & Contingent Liabilities)占 10%，總合得出直敘性評等(indicative rating)，再考量正向及負向優先參考因素，而後得出最終評等分數。目前標準普爾提供的評等含括約 3,800 個美國地方政府及其發行的債券評等，標準普爾在美國政府提供的各項評等假設條件不變的情況下，估計約有 65%的受評對象評等不變、32%可能調升評等、3%可能調降評等，反映出多數美國地方政府持續採取及時的財政措施，以支應其財政需求。美國地方政府一般債務(general obligations)評等分析架構詳如下圖 4-4 所示。

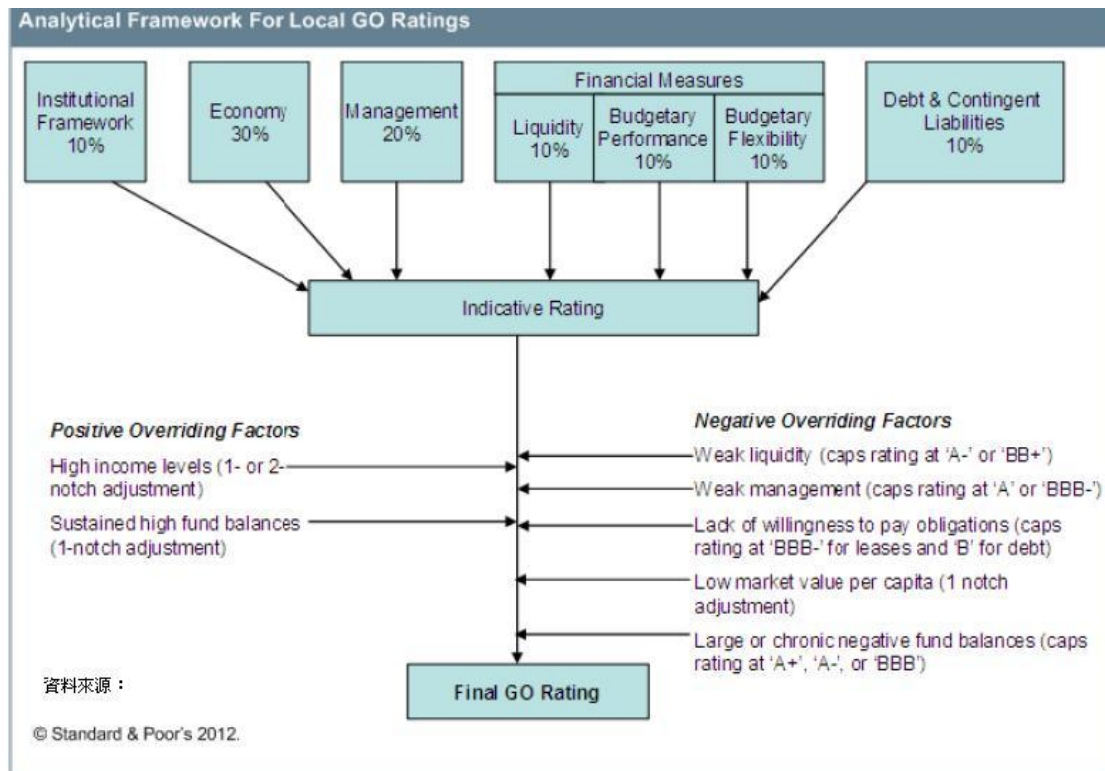


圖 4-4：美國地方政府一般債務評等分析圖

與其他各國相較，美國地方政府的財政自主性較高。依據S&P依據近期美國政府調查資料顯示，美國地方政府若受有聯邦政府學校辦學補助，其自有財源償還債務的金額比例約63%，在未設有大型學校或受聯邦政府辦學補助比例較低的城市政府，償還比例可達82%，而地方政府接受聯邦政府的直接資金補助，平均僅占地方政府收入來源的4%，且多用於資本支出項目，顯見美國地方政府收入來源的自給程度極高。近年來，由於美國地方政府財政高度自主，其償債來源之財產稅(property tax, 約當於我國地價稅、房屋稅等地方稅)部分仍有緩步成長，可彌補消費稅(sales tax)受經濟因素影響較大波動，整體而言，美國地方政府償債能力尚無重大變化之現象。

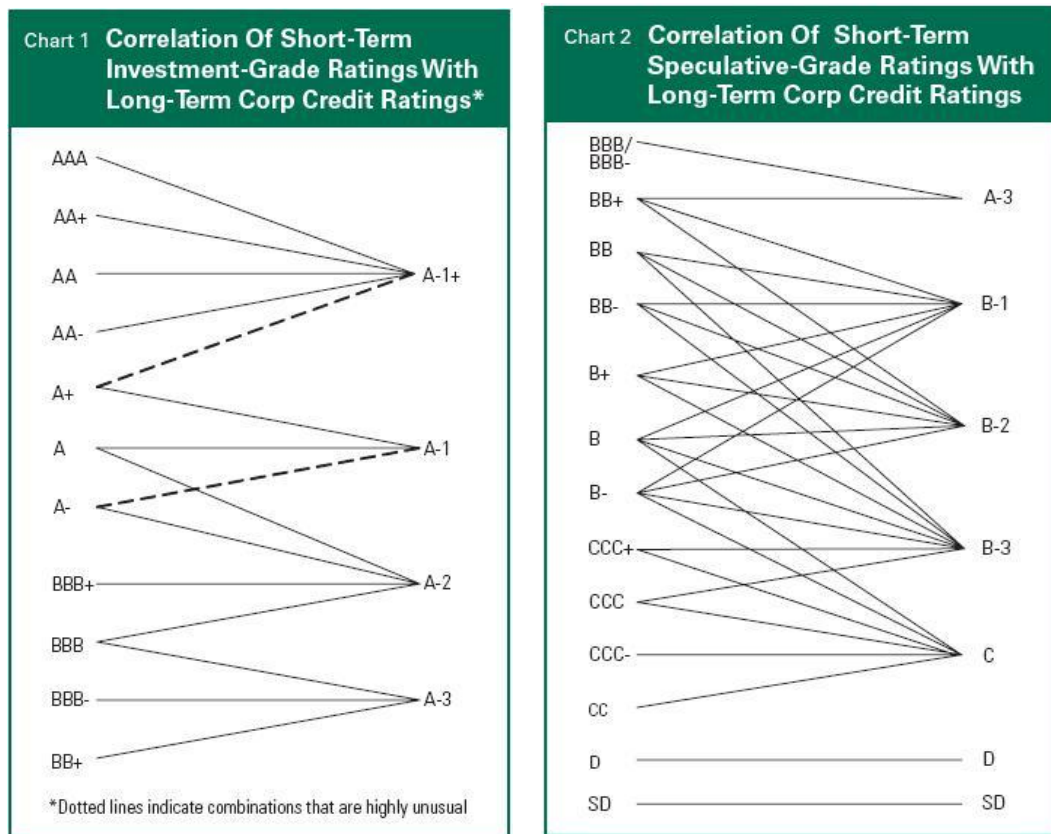
## 第二節 信用評等對於企業評等模式分析

### 一、企業信用評等類別簡介

觀察目前國際間三大信用評等公司發布的信用評等，與企業相關之評等主要可分為對企業主體的評等(issuer credit rating/corporate credit rating)，以及企業所發行之個別證券(主要為債券)評等(issue rating)。以前者而言，信評機構主要為評估個別企業主體，對其所負擔的整體財務性債務的能力及意願，進行全面評估；後者則僅限於對個別證券所產生之債務，進行償債的能力及意願評估，並非對個別證券表達買進、賣出及持有等投資意見，亦非就個別證券提供相關流動性的評估。信評機構所發布之評等，係依據各受評者公開發布之資訊(如財務報告、重大訊息)，再加上受評者提供之資料，以其內部既有之方式調整、過濾後得出信評結果。當然大部分信用評等結果可能隨著時間經過，必須被調整甚至撤除，所以信用評等從事的工作，不僅在發布全新的信用評等，更多的時間可能用在對現有已發布之評等的後續追蹤工作。

信用評等依據其適用期間，又可分為短期及長期評等。短期評等信用評等，以美國而言，主要適用於365天內到期的短期債務，如商業本票，而長期評等則使用於短期以外一年以上的長期債務，如中期票券、銀行貸款、有擔保及無擔保債券、特別股及混血證券。以S&P使用的評等標記模式，短期評等標記由最好的A-1+至最差的SD，長期評等則由最好的AAA至SD。短期及長期評等間的相關性請詳見下圖4-5。從該圖可知，短期評等類別較長期評等少，短期評等類別常可對應到數個長期的評等類別，而短期評等為投機級的，較投資級的對應到更多的長期評等。此現象也反映出一般企業在短期經濟變化之中，波動較長期為小，故不同的長期評等類別，可能對應到相同的短期評等。





資料來源：S&P Corporate Ratings Criteria, 2008

圖 4-5：S&P 長期與短期評等關連圖

## 二、評等過程

信評機構覆蓋的產業面廣泛，多半對於各個產業安排對應的分析師擔任該產業的信評工作。因此，信評分析師對於其負責的主要產業(大多為1~2個產業)能注意到其變化狀況，反映在其出具的信用評等上，並可累積產業相關的專業知識，並與受評公司保持密切的聯繫關係。信評機構對於選定的初始受評公司，多半經由拜訪公司管理階層、安排訪談會議開始。拜訪管理階層一直是評等過程中最早，也是重要的一環，信評分析師藉由訪談過程，可以瞭解受評公司整體的營運策略、財務規劃、管理政策，以及產業因素影響公司的狀況，同時藉由對管理階層的訪談，也可對公司的目前狀況及未來展望有較為深入的報導資訊。一般而言，受訪公司多派出企業財務長參與訪談(尤

其在準備初始評等時)，重要作業管理部門主管亦會參加，部分公司甚至會派出聘任之管理顧問參與訪談，以求對信評分析師有更好的表達過程。訪談完成後，信評機構即著手向受評公司洽定訪廠時間，以及安排會議時間較長之工作會議。訪廠(facility tours)的主要用意，在於對受評公司的重要營運設施的狀況進行直接的瞭解，以評估管理階層對公司營運展望的真實性及可行性。工作會議則由信評分析師或其團隊，針對受評公司列出較為細部、具體的問題，於工作會議數週前提供予該公司，交由該公司各部門相關人員回答，雙方再於工作會議中討論，常見的主題包括：產業環境與展望、各事業部門營運狀況、財務政策、特殊之會計處理方式、各項財務業務預測目標、資本支出計畫、各項可能之籌資計畫。

此外，信評機構亦會要求受評公司於會議前提出各項書面財務業務資料，內容包括(但不限於)：最近5年經會計師簽證財務報告書、當年度最近期財務報告書、公司營運及商品簡要分析說明、公司與其他單位簽訂之重要合約(或備忘錄)、公司所處產業相關資料。另除已公開之資訊外，信評機構對於取得自受評公司的各項資訊負有保密義務，須嚴格限制資訊的取用者及取用目的並加以管控。工作會議中信評分析師如對公司提供之資訊如有不瞭解之處，亦得請公司事後提供。信評分析師蒐集完整資訊後，即著手撰寫評估報告，提送至信評機構內設立之評等委員會。委員會成員約5-7人，由主席定期檢視成員的適當性，會議由負責該受評公司的主要分析師進行報告。當信評等級於委員會決定後，受評公司將被通知其結果及相關說明資訊，受評公司如有更多申復資訊，亦可於極短時間內提供<sup>20</sup>，以使信評機構作較為適當的決策。經由上述過程確定後之信用評等，其結果將經由各媒體發布出去，相關評等資訊在發布前，信評機構將予以保密。

---

<sup>20</sup> 為避免發生內線交易等問題，部分信評機構時間上甚至縮短至 2 小時以內。

評等發布後，信評機構仍將持續後續的追蹤工作。一般而言，會由原主導的分析師持續進行，但執行滿一定期間(約5年)會進行職務輪調，委員會成員部分，為求對評等結果有新的看法與不同見解，亦會適時進行輪調。後續信評分析師仍將對受評公司進行至少每年一次的管理階層訪談會議，了解該公司最近營運策略、財務方向、併購計畫等內容，而信評機構對管理階層的信賴度，也由歷年的訪談會議達成情況逐步建立，這樣的過程有助於維持受評公司的信評等級。另一方面，信評機構內部(全球)負責同產業的分析師，也會定期聚會就各自所瞭解的產業前景交換意見，並藉機驗證企業管理階層的規劃是否適當、可行。在追蹤過程中，不免發生公司營運發生重大變化，而可能招至評等調整的情況。信評分析師將盡速蒐集相關資訊，進行初步分析，再經內部小組討論後，提至觀察名單中繼續觀察，最後，如必須調整展望方向或評等等級，則必須再由評等委員會通過，再通知受評公司，最後發布公告。

### 三、評等方法

信用評等方法主要來自對受評機構的基本分析。大型信評機構的評等方法論亦經過多年的演進，已可兼容更大的產業複雜度與景氣波動性，此外，在獲利性的考量上，重要性已不若以往，在發生安隆案等大型企業破產案後，信評機構更重視的是企業整體風險與競爭力的層面。過去數年間，信評機構多把焦點放在會計處理及公司治理的考量上，管理階層的業務風險偏好也是影響評等好壞的一大考量，然而，現今信評機構必須面對企業購買設計更為複雜的證券及交易，因此信評分析師必須更深入研究其中的作法以及形態，雖然信評機構也想簡化這些方法論，使客戶容易理解進而能夠對信評更有信心，但評等方法隨著交易的複雜及時間演進而更加深奧，似已成為不可改變的

趨勢。信評機構主要依據個別企業的業務風險(business risk)及財務風險(financial risk)給予其評等，其給予的方式可利用矩陣表說明。假設信評機構依據下表4-4給予企業信用評等，依據S&P發布的例子，假設ABC公司有令人滿意的業務風險狀況，而財務風險狀況為適中，則可推估ABC公司的評等約為BBB。又若ABC公司考慮以改善財務風險的方式提升該公司評等，則可考慮由改善支應債務的現金流量(cash flow to debt)、債務槓桿(debt leverage)、債務對息稅攤銷前獲利(debt/EBITDA)等比率進行。當然真正評估企業財務風險的項目遠比此等項目複雜，容後詳述，此處僅列示其方法供參。

表 4-4：業務風險及財務風險對信用評等結果的假設矩陣

Business risk profile	—Financial risk profile—				
	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly Leveraged
Excellent	AAA	AA	A	BBB	BB
Strong	AA	A	A-	BBB-	BB-
Satisfactory	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Weak	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnerable	BB	B+	B+	B	B-
Financial risk indicative ratios*	Minimal	Modest	Intermediate	Aggressive	Highly Leveraged
Cash flow (Funds from operations/Debt) (%)	Over 60	45–60	30–45	15–30	Below 15
Debt leverage (Total debt/Capital) (%)	Below 25	25–35	35–45	45–55	Over 55
Debt/EBITDA (x)	<1.4	1.4–2.0	2.0–3.0	3.0–4.5	>4.5

\*Fully adjusted, historically demonstrated, and expected to continue consistently.

資料來源：Corporate Ratings Criteria, S&P, 2008

## (一)業務風險

信評機構考量業務風險因子，主要有國家風險(country risk)、產業因素(industry factors)、競爭地位(competitive position)、與同業比較之獲利能力(profitability/peer group comparisons)。

### 1、國家風險

國家風險是考量個別企業評等狀況的重要因子，尤其是在新興國

家市場中更需予以重視。國家風險的影響層面可能擴及到該國的各项產業，而發生系統性風險，著名的例子包括2001年至2002年間阿根廷因貨幣鉅幅貶值，導致該國各項總體經濟因素衰退，或是以不合理的匯率採取美元計價、履約，對信用給予者所產生的風險。國家風險與主權信用風險(sov​er​eign credit risk)不同之處，在於後者著重在**政府對其發行的債務發生違約事件**。前者事件發生時，雖大多伴隨著政府信用惡化的狀況，但亦非絕對；另當一國發生主權信用風險，由於使用的貨幣並無大幅貶值的情況，對於營運績效優良企業而言，其國家風險亦可能輕微，近年歐豬四國即為例子。誠如前述，營運績效優良的企業，受國家風險惡化的以影響較小。除上述歐豬四國的例子，過去巴西的部分出口商亦體現這樣情況。2002年巴西政府在國內信用市場惡化的情況下，不願介入對出口廠商融資，致使巴西出口廠商信用風險急遽惡化，幸而在部分大型銀行及國營開發銀行繼續對大型出口商提供額度，方得以度過難關。其他如俄羅斯企業亦曾在1998年至1999年間，政府發生主權信用風險事件而遭遇類似問題，部分企業仍在經濟好轉繼續償還其向國外金融界融資債務，並未發生違約事件。

同樣地，一國的主權信用評等獲得提升，未必會對企業的國家風險有正面的影響。一國內同樣產業的公司，亦可能因政府介入的支持程度不同，而有不同的國家風險。一般而言，政府常對其持有股份的企業予以支援，但政府應允的支援可能受稅收、法規變動的影響，或是被要求發放較高的股利，公司更有可能在政府需要時被取得控制權或是全面徵收，這些都是對政府介入的企業，必需額外考量的國家風險因素。依據S&P對國家風險的分類，下表將國家風險細分為經濟風險及產業相關風險兩類，再加上過去曾影響各國國家風險之因子，彙整如下表4-5所示。依據上述原則，當個別企業的債務履行程度可獲充分確保的情況，該企業所獲得的評等等級，可能超過其所在國主權

信用評等。這樣的情況，多半發生在該企業在外國信評較佳的母企業予以大力支持所致。

表 4-5：影響企業的國家風險項目分類表

經濟風險 (Economic Risks)	產業相關風險 (Industry-related Risks)	過去經驗 (Past Experience)
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 國家經濟成長展望</li> <li>● 影響商業環境之政治因素</li> <li>● 目前及預期的通貨膨脹水準</li> <li>● 影響進出口、國際收支平衡表的各項外匯風險</li> <li>● 支付系統及銀行系統的強健及深度</li> <li>● 利率水準及利差水準</li> <li>● 資本市場深度及流動性</li> <li>● 進入跨國商業及金融市場的容易程度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 勞動市場限制及誘因</li> <li>● 勞動團體強度及政府處理意向</li> <li>● 勞動成本及過去罷工紀錄</li> <li>● 基礎設施完善程度(水電供應價格與潛在限制、汽油天然氣供應價格及供應情況)</li> <li>● 道路、港口及機場服務狀況</li> <li>● 會計及財務報告透明度</li> <li>● 中央及地方政府法務系統</li> <li>● 公用事業、銀行等公眾行業管制風險</li> <li>● 稅賦負擔</li> <li>● 影響企業日常運作的貪污風險</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 因該國貨幣鉅幅貶值，導致企業收付運作不順或影響償債能力。</li> <li>● 因原物料大幅上漲所發生之價格控制</li> <li>● 因金融體系衰弱或銀行存款凍結，導致流動性突然收縮之風險</li> <li>● 資金成本大幅上升</li> <li>● 政府或公營機構延遲付款</li> <li>● 關稅或其他稅負高漲</li> <li>● 對企業不友善之法規變動</li> <li>● 長時間罷工</li> <li>● GDP連續下滑導致國內需求減緩</li> <li>● 政府對企業取得外幣用以償還外債之限制</li> <li>● 強迫將外幣計價債務轉由本國幣支付</li> </ul>

資料來源：Corporate Rating Criteria, S&P 2008

## 2、產業因素

一般而言，信評機構衡量個別公司的產業因素，如產業的成長性與獲利性、產業循環程度、進入容易度、競爭狀況、資本密集度、營運成本結構、法令規範及技術水準。信評機構會針對各個產業的因素項目列舉成為一張表，列出各項目對信用風險的影響程度為高、中或低，再整體評斷其對個別公司信用風險的影響。在全球貿易逐步自由化的狀況下，全球大多數產業大多具有同樣的產業特性。然而，部分地域管制性強的產業，則可能在不同的國家、地區，面對不同的競爭環境，行動通訊業即是一個著名的例子。在英國由於電信自由化及產業開放政策，全國的行動通訊業由數家大型電信業者彼此競爭，參與者無法由其中獲得超額利潤，且由於規模相近及政府對業者的合併限

制，難以藉由相互購併擴大市占率，在此情況下，英國的行動通訊業者的產業風險因素較大。相對地，中國大陸雖然當地行動通訊業亦由少數業者主導，但各家業者規模差距明顯，加上政府傾向不再發放過多的經營牌照及大陸幅員廣大，業者初期網路建置成本資金龐大，難有新的業者加入競爭，使現有業者得以擁有較佳的超額利潤，因此中國大陸的行動通訊業者的產業風險因素較小。依過去經驗觀察，產業循環程度大、競爭程度激烈以及成長快速的產業，擁有較高的產業風險。此部分最常表現在高科技產業的公司，著名的記憶體及面板產業即是標準的例子。前述兩個產業同樣有技術及投資須快速地不斷成長的因素，而更大的重點在於生產的產品無法產生明顯的差異化，產品價格來自市場供需決定因素，無法由廠商自行訂價，最終導至產業風險加大，惟有廠商退出市場或產品得到新的應用範圍，達成產品的供需平衡，方能解決。

### 3、競爭地位及與同業比較之獲利能力

一個公司在產業中的競爭地位是其業務風險的基石，而競爭地位的維持度(sustainability)更是其中的關鍵。維持度來自價格優勢及產品差異化二方面，參考因素如產品定位(品質、價格)及品牌口碑、市場占有率(年齡層、性別、職業、地理區位)、配銷能力、顧客關係、技術與製造能力、有效的進入障礙。信評機構須以過去的歷史資料，搭配前瞻性的看法，方能得出其結果。以成長快速的新興市場及發展長久的成熟市場相較，快速的新興市場由於與顧客的關係較不深厚，如有後續積極的競爭者加入，業者的領導地位變動將較大。以信評機構的角度而言，傾向對產品在成熟市場銷售有成，具有穩定的營收及盈餘能力的企業，給予較佳的評價。而跨國的大型企業，如在各個產業領域發展有成，維持全球各區域及企業內各產業對營收、盈餘的貢獻程度，亦能獲得良好的評價，美國的奇異電器(General Electric Co.)即是著名的例子。公司營運規模亦常是與其領導地位相關的因素。當

然營運規模不必然與其競爭地位相關，但小型公司若具有較強的競爭地位，必須表現在其產品的市占率及獲利能力，或是在特定的利基客群表現其競爭優勢，德國著名的跑車製造商保時捷(Porsche AG)即為一例。而大型公司，多半由於加入產業時間較長，常有人事成本及大型機具投資攤銷成本的負擔，此外，亦必須注意其產業多角化及採購規模的經濟效益，如此才可全面比較出不同型態公司在該產業的競爭地位。

## (二)財務風險

信評機構認為管理階層的營運政策運作，對公司的業務及財務風險均有影響，尤其是在財務風險上。而各個產業由於特性的不同，管理階層的運作困難度及面向亦有不同，如美國航空業長久以來純粹票價競爭，演變到近年廉價航空公司盛行，即為一巨大轉變。此外，鋼鐵業及汽車業等勞力較為密集產業，面對工會行動如何妥善處理，亦為信評機構觀察管理階層能力重點。一般而言信評機構考量企業財務風險面向，如1、公司治理/風險容忍度/財務政策(Governance/Risk tolerance/Financial policies)；2、會計處理(Accounting)；3、現金流量適足性(Cash flow adequacy)；4、資本結構/資產保護狀況(Capital structure/ Asset protection)；5、流動性/短期影響(Liquidity/Short-term factors)因素。

### 1、公司治理/風險容忍度/財務政策

信評機構對公司治理的評斷標準，來自資金及資產運用等財務性指標較少，更多部分乃著眼於管理階層如何管理這家公司，諸如公司與股東、債權人的關係維護、公司內部政策制定方式及控制風險的程序與方法。評估公司治理的第一步是瞭解該公司的主要股東持股情況，分析該公司屬於政府(公股)企業、家族企業、集團控股企業、策略性關連企業(strategically linked business)等型態，公司的型態將對其業務與財務狀況帶來重大影響，進而影響評等。受評公司的母公司集



團的評等狀況，亦為一重要的影響因素。不同型態的企業，信評機構在公司治理的觀察上亦大不相同。以家族企業為例，信評機構主要觀察股東對於經營策略看法一致性、任用專業經理人情況、專業經理人是否獲得適當授權及自主性、管理層面的一致性、家族年輕成員的參與程度、家族對企業發放股利的需求度、以及家族資源對企業的支持程度。

另一個例子是私募基金握有控制權企業，由於此類私募基金多半較其他公眾股東熱衷於介入公司經營，以求加速達到未來投資獲利出場的機會，因此，信評機構將著重在瞭解公司所處的競爭地位(如 star、cash cow...)、私募基金擬持有股權期間、過渡性貸款償還狀況等因素，以評定其公司治理狀況。部分公司可能因持股比例接近，而有經營權爭議，也將影響信評機構對公司治理的評價。當一家公司經營者僅擁有少數股權，將引發各派股東勢力對經營看法的爭議。該情況容易發生在公司以些許差距，持有超過50%股權而取得經營權的子公司。綜前所述，公司治理的運作良窳與公司股權結構息息相關，少數股權利益亦必須予以考量，以減少經營爭議發生的機會，提升企業公司治理水準。下表4-6列出一般常見的公司治理問題供參。

表 4-6：一般常見的公司治理問題表

常見的公司治理問題
1.公司部門運作仰賴於個人進行，特別是接近退休的高階管理人員。
2.初創企業或家族企業，轉移予專業經理人運作尚未完成之時。
3.管理階層薪資過高，或其薪資無法與公司績效或相關人員利益作連結。
4.經營權變動頻繁
5.公司捲入法律、行政、稅務訴訟，其程度較同業為高。
6.公司以異常複雜之架構經營，特別是以資產負債表外融資者
7.組織架構與管理策略不明。
8.財務運作方式未得公司部門高度認同
9.公司特別積極於會計處理方式之應用，以致公司財報不透明。

資料來源：Corporate Rating Criteria, S&P 2008

## 2、會計處理

財務報表分析是信評機構對公司從事財務分析的第一步，而從事分析之前，必須瞭解公司以何種會計準則編製報表。目前國際上主要的會計準則分類包括國際會計處理準則(International Financial Reporting Standards, IFRS)、美國公認會計原則(U.S. GAAP)、各國(地區)自訂的會計原則(other local or statutory GAAP)。依不同會計準則編製的財務報表，在某些科目或財務比率的比較上，可能發生較大的差異。如U.S.GAAP允許存貨以後進先出法計算、IFRS允許選擇性避險會計的使用、對特定資產或負債價值的重估。此外，由於複雜的交易所衍生會計上的估計、判斷，再加上會計準則的修訂愈趨頻繁，使財務報表的橫向(同產業內各公司)與縱向(同公司內各期間)比較與分析更加困難。而信評分析人員在前述的困難挑戰下，試圖以整體性的框架，來對不同公司的會計數字作調整比較。公司合併報表的範圍是否合理，亦是分析人員從事財報分析的另一項重點。常見的例子，即是檢視集團的母公司財報，檢討應否將沒有合併進來的子公司納入財報中，又或者應該將部分子公司拆出報表，以從事大型集團企業的事業群比較分析問題。以可口可樂(Coca-Cola Co.)及百事可樂(PepsiCo Inc.)為例，這些大型飲料公司可能將部分大型的製罐子公司，納入合併報表中，而我們常常以這樣的合併報表來作做比較，然而，如果我們目的僅在於瞭解飲料部門的營運績效比較，須設法將非相關的子公司由財務報表中排除，類似的情況亦常發生在其他大型的跨國企業中，這些都是信評分析師在從事財務比率分析前，所應深入瞭解的事項。

## 3、現金流量適足性

信評機構對受評企業的現金流量的適足性分析，主要在於瞭解公司產生及消耗現金的流程，進而辨認出公司的現金流量狀況，以決定企業可支應的融資及投資決策能力。一個企業的現金流量狀況取決於

多種因素，包括前面已經提到的產業型態、個別企業競爭力、經濟環境、發展策略以及資產負債表管理等多樣因素。以信評機構的角度而言，將更著重於分析企業現金流量的適足性，對於償還到期債務及執行負債承諾的能力。信評機構對於現金流量的分析，主要由企業繼續營業部門的淨利，調整折舊、攤銷及其他非現金收支的費用項目(如遞延所得稅、出售資產損失(利得)、沖銷)，得到營運來源資金(funds from operations, FFO)。繼而調整企業償債、業務擴充等營運資金需求，得到營運現金流量(operating cash flow, OCF)。營運現金流量的發生時點可能與收入認列的時點存在差異，有些甚至橫跨數個營運期間(數年)，必須仔細加以分析；營運現金流量扣除資本支出(capital expenditure)，即可得到企業的自由營運現金流量(free operating cash flow, FOCF)，FOCF主要用於衡量企業主要業務的現金產生情況，如果再將企業投資在資本支出的自由裁量權、配發股利、併購支出及資產出售等影響現金流量的項目考慮進去，即可得到更為精確且反應企業投資需求的自由裁量現金流量(discretionary cash flow)，最後，信評機構再以企業現金流量的方向(流入或流出)，配合企業融資政策以衡量其現金流量的適足性。一般而言具有設立期間較長、規模較大、獲利穩定等特點的企業，縱令其現金流量適足性產生短期下滑情況，由於據有較多的財務支應方式，亦得以繼續營運。

#### 4、資本結構/資產保護狀況

信評機構衡量企業的資本結構(或資產保護狀況)，多半由企業的總負債/(總負債+總股東權益)出發。當然，分析的過程並非由財務報表直接套入數字計算如此簡單的方式，還必須考慮資產負債表外各項與資產、負債及權益相關的調整項，除此之外，考量企業的股權市值及無形資產價格，亦是得出企業資本結構的重要調整項目。此外，企業資產價值的重大調整，多半發生在企業以購買法進行購併，被併方的資產調升至市價，並於合併方財務報表產生商譽資產的情況。由於

併入報表的資產理論上並無實質變動，卻因購併的程序調高資產價值，可能間接影響資產報酬率的表現情況，須加以考量。其他的重大調整尚有特別股融資，主要是因特別股係介於債權與股權性質的一種籌資方式，其表現情況可能視各企業所訂立的特別股發行條件，而產生近似股權、或是近似債權的情況，國內過去亦曾發生特別股發行沒有訂立到期日，而產生類似永續存在(perpetual)的特別股(如國喬實業於民國73年8月發行的國喬特(1312A)，至今仍繼續上市交易)，上述這些都是考量企業資產、負債及股東權益的重要調整因素。

#### 5、流動性/短期影響

企業的流動性與其業務的基本面表現息息相關。當一家企業營運表現開始走下坡，最先表現出來即是商品營收不好、存貨增加，導致流動性轉差。此外，即便是體質良好的企業，遭受到外界環境的巨大變化影響，亦會發生短期的流動性問題，常見影響事件包括(1)商品或服務的缺失，導致消費者對企業產生信心危機；(2)鉅額賠償訴訟；(3)企業從事或疑似發生假帳事件；(4)鉅額衍生性商品交易損失；(5)政府干預(如外匯管制、訂價控制、投資限制...)。信評機構在企業發生上述事件時，特別著重在觀察企業的資金的調度能力。然而，企業在發生事件的當下，常引發許多負面事件排山倒海而來的效果，如銀行授信額度緊縮、觸發提前還款條件、供應商停止出貨等窘境。因此信評機構分析流動性的首要之務，即是分析企業短期債務(包括一年內到期的長期債務)的償債時程，評估企業以各種籌資方式支應這些到期債務的能力。

現金及約當現金數量是影響企業流動性最直接的因素。以現金而言，必須扣除受限制現金、銀行透支，企業的海外帳戶甚至必須考量當地的政府的外匯管制，以及資金匯回課稅等因素，凡此皆將造成企業的實際可用現金下降。約當現金部分，則必須注意企業變現時所發

生的相關成本及程序時間，以利詳細評估企業債務到期時的現金流量狀況。在發生現金不足時，企業必須及早規劃籌資計劃，可分為二方面討論，包括內部籌資及外部籌資。內部籌資包括減少企業原規劃進行的投資計劃、調整商品價格、資產活化運用產生收益、減少股利發放或開支等作法。這些作法常對企業內部及外部，造成較難估計的影響，如減少投資將影響企業往後年度的營業收入、減少股利發放將使股東對企業投資信心降低，然而，由於這些措施的執行，往往較從事外部籌資便利，且有助於企業提升經營效率，因而多半成為企業在現金不足時，籌資的首要規劃。

另一方面外部籌資則包括直接融資(資本市場籌資)與間接融資(銀行借款)。一般而言，小型企業(尤其是未上市企業)，多半採取間接融資為主要的外部籌資策略，其優點在於程序簡便、撥款迅速，相關業務規劃僅由銀行進行審核，減少資訊的曝光度。相對地，採取直接融資則須有詳盡的業務發展規劃，且必須經由主管機關同意後始得發行，支付予證券承銷商的費用亦相對較高；另一方面，企業可藉由直接融資的進行，瞭解投資人對公司營運政策的接受度，同時擴展知名度(尤其是在進行海外鉅額籌資計劃)是其主要優點。

### 第三節 國家主權風險評等

國家主權風險評等(Sovereign Risk Ratings)是用來評估一國政府償債能力及信用風險的分級標準。評等時主要係考量一國整體政治環境、經濟架構、政府收支、外債、通貨膨脹、法制結構、行政組織及金融政策等綜合因素。依執行評等的機構類別作區分，可分為由外部專業信用評等機構執行的國家主權信用評等，以及金融機構內部自行執行的國家主權風險評等。一般而言，大型國際銀行針對本身業務特性，多由內部自行設計一套適合的國家風險評估制度；規模較小的銀

行為節省人力及成本，則多仰賴外部專業信用評等機構的報告。外部專業信用評等機構對於國家主權信用評等，依其債務幣別不同，可分為本國貨幣與外國貨幣；另依其債務到期期限的不同，又可分為長期與短期的信用評等，但通常以觀察外國貨幣債務長期評等為主。相關評等範例列示如下表4-7：

表 4-7：S&P 國家主權信用評等標示範例

國家	時間	外國貨幣債務長期評等	展望
阿根廷	30-Oct-12	B-	負向
澳洲	20-Feb-12	AAA	穩定
巴西	20-Feb-12	BBB	穩定
加拿大	20-Feb-12	AAA	穩定
智利	20-Feb-12	A+	穩定

資料來源：S&P,截至2012/10/31止

## 一、國家主權評等評估架構

依據S&P國家主權評等分析架構，一國的國家主權評等分數來自於五大因子，1、政治分數(political score)；2、經濟分數(economic score)；3、外部分數(external score)；4、財政分數(fiscal score)、5.貨幣分數(monetary score)。信評機構從事國家主權評等的第一步，是將受評國家依據上述五大因子，依據每個因子各種不同的量化與質化因素，給予1(最佳)-6(最差)分不等的分數，然後將政治與經濟分數合併得出該國的政治與經濟概觀，外部、財政及貨幣分數合併得出該國彈性與表現概觀，再由兩類概觀整合出該國主權評等的直敘性評等位階(sovereign indicative rating level)，接著加入例外(重大)調整因素，得出該國的外國貨幣國家主權評等，由於各國對其本國貨幣擁有充份的控制權，因此由外國貨幣國家主權評等再向上調整1~2個等級，即得到該國的本國貨幣國家主權評等。國家主權評等評估架構詳見下圖4-6所示。

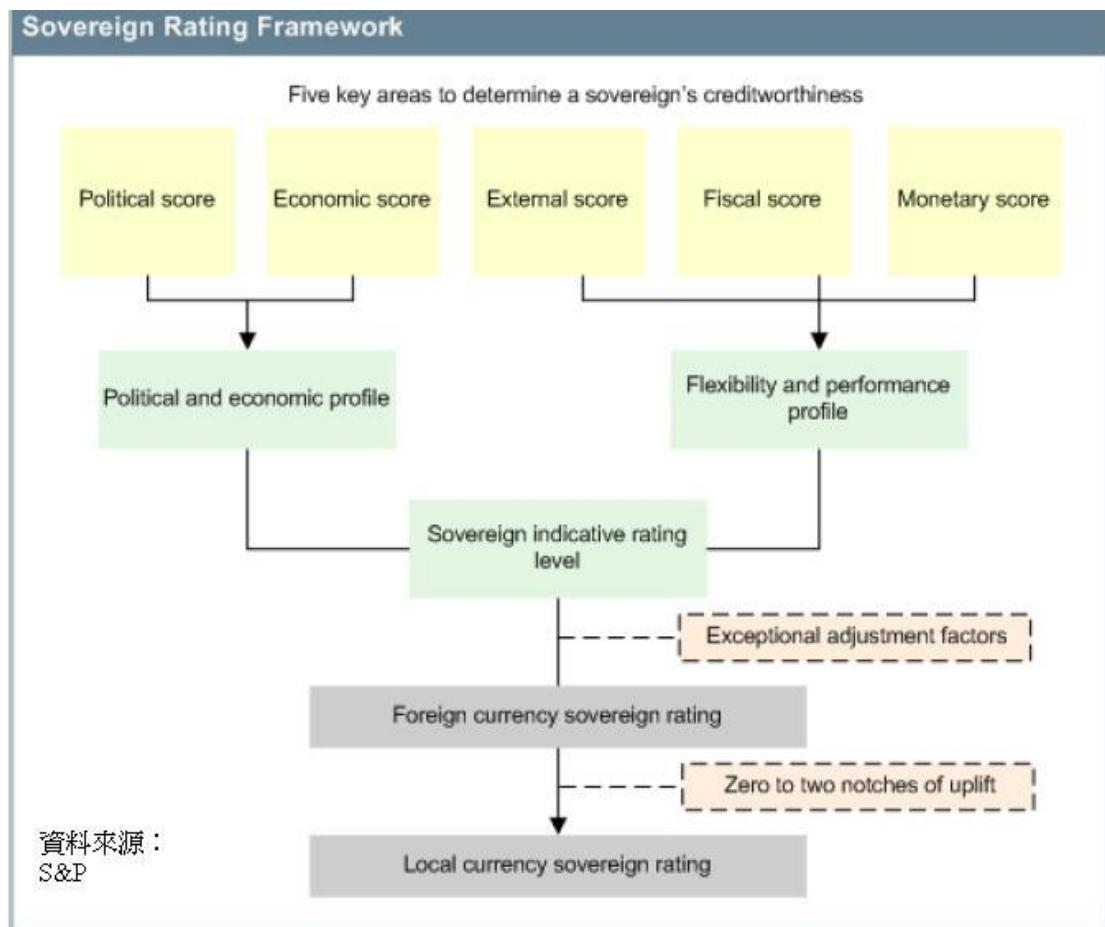


圖 4-6：S&P 國家主權評等架構圖

## 二、國家主權評等五大因子分析

### (一)政治分數

政治分數主要在於評估政府行政及立法部門，藉由可支應的公眾財政計畫、促進均衡的經濟發展以及對回應政治及經濟上的衝擊，影響該國主權評等的狀況。其中的評估因素如右，1、立法及政治機構之有效性、穩定性及可預測性；2、政府機構提供資料之透明度與可解釋性，以及統計資料之廣度及可靠性；3、政府債務的付款特性(payment culture)；4、外患風險(external security risks)；5、政府外部機構對政策制訂的潛在影響。立法及政治機構之有效性、穩定性及可預測性，主要在於觀察該國過去針對政治、經濟及財經上所面臨的危

機，是否及時採取適當的因應策略，以使經濟平衡、穩定地發展，並評估該國政府單位採行措施，以解決財政挑戰的能力與意願，同時考量影響國家未來發展政策的可預測性，以及考量國內不同黨派、種族、宗教政治現實情勢及可能帶來之潛在挑戰。擁有安定的政經情勢，有助於一國在面對各種危機之前，能採取預防性措施加以防範，使國家的經濟成長得以穩定、持續，從而規劃長遠的各項發展目標，提升債信評等，並且在發生政黨輪替時，長期的國家發展政策不致產生重大變化。相反地，國家重大發展政策如果存有續行風險(succession risks)、政治勢力由寡頭掌握等因素，都可能對該國的政治分數發生負面影響。

在政府機構提供資料之透明度與可解釋性，以及統計資料之廣度及可靠性方面，主要在於觀察政府機構間，提供的資料是否具有 consistency 及可比對性(交叉比對)，並觀察政府機關的貪腐程度、執法的一致性，以及資料統計單位的獨立性及可靠度(過去公布數據的事後修正次數、程度)。信評機構最主要的觀察重點，在於各項總體經濟資料(如 GDP、貨幣供給、國際收支平衡表等)的準確性，因此，一國過去的總經預測數字，如果存有重大偏誤、遺漏或統計期間不連貫，將影響信評機構對於該國在此節的分數。政府對其發行的債務的付款意願(willingness)，是信評機構評估該國政府債務的付款特性的一大重點。由於多數債權人無法影響該國的財經政策，以迫使該國履行債務，因此，可觀察該國政府在發生財政困難時，對於處理債務，是否對債務存有付款意願(或是政府選擇優先處理其他問題)。通常信評機構在發現一國存有與其他國家交互持有對方發行債務、否認前政府發行之債務存在、債務到期違約後未採取重大改善措施的情況，該國的整體政治分數將被列至最差分數(6分)。



外患風險主要來自鄰國的戰爭威脅與紛爭，局勢變化時本項分數亦將因而改變。本項分數亦可能因衝突的升高，影響國家財政政策及其他施政措施的推行，而將整體政治分數拉低至最差水準。在政府外部機構對政策制訂的潛在影響方面，須考量部分超國家組織(supranational organizations)，對於一國的政策的影响程度。這些組織包括軍事同盟、政治聯盟、貨幣聯盟等情況，通常這類型組織多在一國發生困難時施以援助(尤其是財政援助)，引發該國後續必須聽從這些超國家組織(如IMF)的指示，以處理國內的施政問題。當考量其影響程度時，除檢視超國家組織之指示外，亦必須考量執行指示的期間長短以決定其影響程度。一般而言，大部分加入超國家組織的會員國，由於部分政策受到組織規範，其政策變化程度應較小，且可合理預期，有助於提升該國的政治分數。

## (二)經濟分數

從過去發生國家主權違約的經驗觀察，可以發現一國若具有較為彈性、多樣化且迎合市場導向的經濟架構，可使國家支撐較佳的經濟發展水準。而市場導向的經濟架構，亦可使資源更為有效地運用，進而促進長期、穩定的經濟發展。一般而言，一國的經濟分數主要決定於下列三項因素，1、所得水準(income levels)；2、成長展望(growth prospects)；3、經濟上的多樣化與波動性(economic diversity and volatility)。通常經濟分數先由該國的所得水準決定(參見下表4-8)，再調整後列的兩項因素以得到經濟分數的總分。

表 4-8：S&amp;P 經濟分數分析表

人均GDP 水準 (美元計價)	超過 \$35,000	\$25,000~ \$35,000	\$15,000~ \$25,000	\$ 5,000~ \$15,000	\$1,000~ \$5,000	低於 \$1,000
原始分數	1	2	3	4	5	6
正向調整因素			負向調整因素			
<b>1. 低估的貨幣價值。</b> 貨幣價值低估常造成一國的美元人均GDP低估，該現象多發生在外匯管制國家，或是超額外匯儲備國家(外匯儲備數量超過該國12月經常帳支出)。 <b>2. 高於所得條件相近國家的經濟成長率。</b> 通常指一國的實際GDP，持續高於所得條件相近國家的所得中位水準。			<b>1. 高估的貨幣價值。</b> <b>2. 高於所得條件相近國家的經濟成長率。</b> <b>3. 經濟成長由國內私人部門授信需求驅動，或是調整物價上漲所致。</b> 隱含有授信資產泡沫化問題。 <b>4. 由集中且波動度大的經濟活動成長所致。</b> 通常指高於20%GDP活動。			

資料來源：Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, S&P, June.,2011

人均GDP是衡量該國所得水準的重要依據。通常擁有較高所得水準的國家，能有較佳的稅收來源基礎，以支應債務的償付。信評機構通常以該國最近年度的GDP資料作為衡量的依據，如發生所得金額在各分數標準臨界值附近，將改以最近三年度的移動平均值決定。某些情況下，當美元計價的GDP無法適當反映該國的所得水準時(如貨幣嚴重低估或高估)，信評機構亦會將原始分數作適當調整。在成長展望方面，信評機構主要觀察的仍是一國的人均GDP成長情況。通常信評機構會以10年為一周期，觀察一國的GDP變動情況，這10年的資料包括6年的歷史資料、當年度資料及3年的預測資料。歷史資料多由該國過去統計資料取得，當年度及預測資料則必須參考該國政府預測、國際貨幣基金(IMF)預測及信評機構自行之預測。然後再以2個分數為一組(1及2分一組、3及4分一組、5及6分一組)，取得其組內的人均GDP成長率的中位數，與該國的人均GDP成長率作比較。最後，一國經濟若存有較大的多樣化與波動性，則可能影響該國的經濟分數。尤其是占該國GDP比重達20%以上的經濟活動發生大幅波動，或是該國經濟

活動長期受天然災害或氣候影響時，影響更為巨大。通常此類因素對於原始分數評為5、6分的國家影響較小，主因此類國家存有金額較大的流動資產(通常大於50%的GDP)以因應此類狀況。此外，小型國家受經濟的波動性影響較大型國家大，而具有長期大幅波動經濟型態的國家，在發生波動時所造成的影響，亦大於較具有短期小幅波動經濟型態的國家。

### (三)外部分數

外部分數係指一國從國外產生收入款項，以償還其公部門及私部門對非本國人負債的能力。主要因素包括1、貨幣在國際交易中的地位；2、外部流動性(該經濟體產生外匯以償還公部門及私部門對非本國人的負債)；3、外部負債程度(該國民眾相較於其他國家民眾的資產及負債狀況，包括本國幣及外國幣)。貨幣在國際交易中地位，主要表現在該貨幣是否成為「國際主要儲備貨幣」或者是「交易積極貨幣」。這些國家的貨幣通常具有一項共通性，即貨幣在境外被大量使用，而採用這些國家的貨幣的動機，主要來自交易對手對該國(貨幣)政策及政府機構的信任感、穩健的金融系統、開放的資本市場、以及願意使用該國貨幣成為國際資本市場交易的計價單位，基於以上動機，該國將可能存有外債，然而這樣的外債負擔，因有健全的金融環境支持，將不致引發國際投資者對持有該國貨幣的信心。

在國際主要儲備貨幣的定義上主要以IMF報告為準。這些各別貨幣均占有國際主要儲備貨幣總額的3%以上，而國際間對該等儲備貨幣的需求，主要視該國的經濟及財政狀況而定，目前這些成為國際主要儲備貨幣的國家如美國、英國、日本、德國及法國<sup>21</sup>。另一方面積極交易貨幣定義則主要以BIS報告為準，這些貨幣須占1%外匯市場交易量以上，這些國家(經濟體)如澳洲、瑞士、加拿大、香港、瑞典、

---

<sup>21</sup> 歐元中的德、法二國，分別均占歐元區 GDP20%以上，享有歐元帶來的外匯儲備利益，故列入此類國家。

紐西蘭、南韓、新加坡、挪威、墨西哥及德法以外的歐元區國家。外部流動性主要以外部融資需求毛額，除以該國經常帳收入及政府可用外匯儲備總額作計算。外部融資需求毛額係以該國今年度的預估值及往後2~3年的預測值作平均值，其數字主要來自該國的國際收支平衡表、IMF及國際各大研究單位公布數字，當項目中出現單期項目而於往後年度不再出現時，將依據其性質作調整。外部負債程度主要以狹義的外部淨負債，除以經常帳收入。所謂「狹義的外部淨負債」，係指外部負債總額，減去公共(政府)部門及金融業流動性最高的外部資產。扣除原因主要考量金融業具有較高的流動性，且經常從事資產負債管理，調整之後較能表現出該國較為真實的外部負債狀況。S&P外部分數分析說明詳見下表4-9。

表 4-9：S&P 外部分數分析表

		國 際 主 要 儲 備 貨 幣 國	交 易 積 極 貨 幣 國	其他國家： 以該國外部流動性衡量 外部融資需求毛額/(經常帳收入 +可用外匯儲備)			
該 國 外 部 負 債 程 度	低於-50%	1	1	1	1	1	2
	-50~0%	1	1	1	1	2	3
	0~50%	1	2	1	2	3	4
	50~100%	2	2	2	3	4	5
	100~150%	2	3	3	4	5	5
	150~200%	3	4	4	5	5	6
	高於200%	3	4	5	6	6	6
正向調整因素				負向調整因素			
1. 該國表現出強大的外部資產部位 2. 該國因其貨幣被廣泛交易，而存有持續性經常帳順差。				1. 該國因政府融通資金縮減、銀行間交易限額縮減、外國人投資縮減，而產生之風險。 2. 該國貿易情況發生大幅波動。 3. 該國低外部負債的情況，主因相關限制所致。 4. 該國貨幣在國際間積極交易的情況下，發生經常帳逆差(最高影響可達二個等級)。			

資料來源：Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, S&P, June.,2011

#### (四)財政分數

財政分數反映出一國對財政赤字及債務負擔的可支持程度。主要考量其財政彈性、長期財政趨勢及脆弱度、債務結構及融資管道以及或有負債產生之潛在風險。基本上，上述構面可分為「財政表現與彈性」及「債務負擔」二個面向來評分，再將二個面向分數予以平均獲得總分。

##### 1.財政表現與彈性

為了得到「財政表現與彈性」類別的分數，首先，分析師必須由政府名目債務切入，以獲得財政表現狀況。與政府預算赤字相較，政府名目債務數字是該國財政表現一個較好的評量指標，原因在於政府由內部壓力或政治考量，將許多經費從預算數字的表內移除，因此分析師傾向以政府名目債務變動數占GDP的百分比，來衡量政府的財政表現與彈性。另一方面，政府名目債務變動數，則來自於當年度預估數及未來3年的預測數，求其平均數而得。預估數及預測數的作法與前面其它分數的作法類似，主要來自國家當年度的統計資料，以及國際各大研究單位公布的預測數字，同樣地，亦必須就突發的單期項目數字作適當調整。一國的財政彈性(包括政府收入與支出的彈性、財政脆弱度以及長期財政趨勢)，主要反映在政府採取公共政策，以消弭經濟下滑對該國的不良影響，同時保持整體財政均衡的能力。一般而言，財政彈性通常須藉由質化因素判斷，其中正向因素包括(1)政府能夠且願意在短期間採取加稅方式的可行性；(2)政府能夠且願意在短期間採取削減支出的可行性；(3)政府持有足夠的流動性資產，以降低經濟循環對該國財政所帶來之影響。另一方面負向因素則包括(1)政府稅收依賴波動性大的經濟活動(如不動產交易)；(2)政府缺乏能力向地下經濟活動課徵稅收，使增加稅率的作為對稅收增加幫助有限；(3)政府提供的基礎服務嚴重不足，以致政府長期須編列支出經費。此外，一國人口年齡的分布狀況，亦對影響政府的稅收與支出造成重大

影響。如一國如發生工作年齡人口下降、老年人口上升，將使政府社會福利相關支出大幅增加。然而，人口年齡分布的改變非短期內所能發生，通常需經歷10-20年以上的緩慢改變過程，如政府未妥善加以規劃，將降低該國的財政彈性，進而影響財政分數。

## 2.債務負擔

債務負擔分數反映出一國在既定債務水準下，對於國家整體發展支持度。相關因素包括：債務水準、相對於收入成長的債務成本、債務結構及融資管道。本項分數由該國的債務水準及相對於收入成長的債務成本二項因素，得到初始分數，再藉由該國的債務結構、融資管道及或有負債層面調整分數(最高可調升1級，最低可調降3級)。債務水準主要觀察下列層面：政府債務利息支出占政府收入之百分比，以及政府淨債務占GDP百分比。此處政府淨債務的定義為政府一般債務，減除政府持有之一般性金融資產。通常一國可支持債務水準，與該國的財政彈性、資本市場發展程度以及過去的償債經驗有關，當一國的經濟發展良好、資本市場發行成本低且具有效率，通常可支應較高的債務水準，而不至違約。另一方面，債務成本則以政府一般性利息支出占GDP的百分比作衡量。除前述主要因素外，分析一國的債務負擔尚需考量債務結構、融資管道及或有負債等其他因素。以債務結構及融資管道而言，必須考量該國債務受匯率影響的程度、外國人持有國債的比例、債務攤還的方式、以及政府向民間機構融資，排擠一般民間投資的情況。前述原因均有助於分析政府對於再融資成本上升或發生再融資困難時，所帶來的影響。此外，在或有負債部分，通常觀察政府對於金融產業、非金融產業及表外的或有負債；政府對於金融產業的或有負債，多半來自於經濟環境不佳時，必須對金融機構採取注資所衍生相關負債，而非金融產業的或有負債，多半來自於負有政策性營運的公司，發生財務惡化時所衍生之負債(如我國高鐵公司的國有化)，然而，信評機構特別關注的是此類機構發生困難的融資

來源，如該國因政府機構缺乏資金、資本市場規模不足，須向外融資時，將對該國的債務負擔分數產生負面影響。

#### (五)貨幣分數

貨幣分數主要反映一國貨幣發行機關，可採取貨幣政策支持該國經濟發展，或抵禦經濟下滑產生負面影響的能力。主要觀察重點包括採取貨幣政策(特別是國內貨幣供給及資金流動性的控制狀況)因應經濟下滑的能力、貨幣政策可信度(以該國通貨膨脹情況作觀察)、以及貨幣政策轉為實際經濟活動之效果(與該國金融體系及資本市場的健全度有關)。當該國貨幣分數評為1分(最佳)時，表示該國可以在經濟狀況不佳時，採取增加貨幣供給引導利率下降，而不會為該國帶來嚴重的通貨膨脹情況。相反地，當被評為6分(最差)表示該國已無貨幣發行彈性，甚至必須以他國的貨幣以控制國內惡性通貨膨脹，且將因實施外匯管制對該國的經常帳數字帶來重大影響，此時，該國將已無法決定其貨幣發行量，控制貨幣發行量的實際因素已非該國所能掌控，最終將對該國產業及金融市場發展帶來嚴重的負面影響。

在貨幣政策可信度部分，該項評分難以客觀數據衡量。然而，可以考量的因素包括貨幣政策的獨立性、貨幣政策委員獨立於政治干擾之外的程度以及貨幣政策機關預算受限制的情況。此外，貨幣政策的有效性亦是各方對貨幣政策存在信心的重要基礎，尤其是在經濟面臨下滑時，透過非傳統作法來面對困境，更顯得重要。最後，貨幣政策的有效性，常反映在一國保持溫和而穩定的物價水準，當物價年增率可控制在3%以下時，信評機構可給予該國最高的貨幣彈性分數。在貨幣政策機構釋出或收縮貨幣供給之後，就經由金融市場與資本市場影響該國的經濟發展。然而，影響的程度端視當時該國貨幣的實際供給狀況而定，如一國長期存在貨幣供給寬鬆的情況，再調降利率顯然對刺激經濟發展的影響有限，惟仍可透過調整利率的這個動作，透露

出該國貨幣政策執行機構對未來景氣動向的看法，因此信評機構著重在觀察調整貨幣供給狀況後，對經濟發展狀況的實際影響。

信評機構亦從政府本國幣計價長期債券之發行狀況、金融市場與金融機構之建立情況、銀行對於本國貨幣中介情況(國內經濟活動使用本國幣之情況)，瞭解該國的金融系統與資本市場發展現況，來據以評分。近年國際上開始發展區域共同貨幣的使用，由於這樣的貨幣聯盟的存在，將影響參與國調整貨幣供給的彈性。信評機構對於參與貨幣聯盟的國家，將先依上述原則評定整個貨幣聯盟區域的貨幣政策有效性，個別國家分數再由整個貨幣聯盟區域的分數下調1-2分，通常下調分數達2分的國家，多半存在有該國財政政策，執行步調與聯盟有不一致的情況發生，使該國物價及工資水準，與聯盟平均數長期存在重大偏離，使得聯盟的貨幣政策對該國產生不利影響，因而擴大調降該國分數。

#### **第四節 銀行業如何看待與使用信用評等**

本節主要目的在於藉由對信用評等服務及對銀行業如何使用信用評等之探討，來評估我國金融業是否須仰賴外部信用評等，作為授信及投資業務之管理依據。撰寫內容主要聚焦在台灣業者使用信用評等之概述及歐美業者使用信用評等之概況。台灣外部信用評等服務主要有三大提供者，即中華信用評等公司、台灣經濟新報、金融聯合徵信中心。其主要信用評等服務分別為受評者主動要求信用評等、信評機構主動提供之信用評等及信用評分。三者中除中華信用評等公司為傳統認知上之信評機構外，台灣經濟新報建置信用風險指標，對上市、上櫃、公開發行公司給予評等，幫助金融業者做出授信、投資決策。而金融聯合徵信中心透過金融機構間信用資料對個人與企業給予信用評分，做為銀行授信決策之參考依據。總括而言，金融業者為了



在改善資產品質的同時，避免呆帳的發生，除了使用其內部的徵信系統外，更會參考多家外部信評資訊來做把關。

至於歐美的情況，以美國為例，銀行業者對多數企業貸款有參考如穆迪、標準普爾及惠譽等機構所發布的信評。並且利用Fair Isaac Corporation、Equifax、Experian和Trans Union等公司所編製的信用評分來協助信用卡、房貸等信用決策。依據Basel銀行監理委員會於2009年6月所發布的報告指出，各會員國一般基於法令規範，要求金融業者使用信用評等於五大方面：1、用於資本要求之決定；2、用於資產識別或分類上，以便於決定是否是合格投資或可允許資產集中度；3、提供一份對購買資產證券化產品或擔保的債券產品時所衍生的信用風險之可靠的評價；4、用於決定是否適用資訊披露要求；5、用於決定招股說明書的資格。綜上所述，不論國內、外的銀行業者，其對傳統信評機構所發布的信用評等需求，有相當大的部分是為配合監管法令規範。因而金融業是否須仰賴外部信用評等(由傳統信評機構所發布)，作為授信及投資業務之管理依據？簡言之，在投資業務上尤其是投資於外國發行的金融商品時，為解決資訊不對稱問題，仍需參考外部信用評等；然而在授信業務上尤其是國內放貸，因業者有幾種替代方式可選擇，以致於對外部信用評等需求不大。

## 一、信用評等服務概述

信用評等公司依據市場需求，通過法律所允許渠道採集信息，經過專門的加工和處理，提供信用產品與服務為市場主體交易決策提供參考。信評公司業務領域主要包括信用評等、企業及個人徵信、信用管理諮詢等<sup>22</sup>，但並非各國信評公司均有經營前述各領域之業務。信用評等，精準而言，是信評公司以第三方客觀、公正的立場，根據規

---

<sup>22</sup> 參閱自毛振華、閻衍，信用評級前沿理論與實踐，中國金融出版社，2007年。

範的評估指標體系，運用科學方法履行嚴格的評估程序，對企業、金融機構、債券發行者和社會組織等市場參與主體信用紀錄、企業素質、管理能力、經營水平、外部環境、財務狀況、發展前景等進行全面瞭解、考察調研、分析研究後，就其在未來一段時間履行承諾的能力、可能出現的各種風險所做的綜合評價，以一定符號表示其優劣及公布於社會公眾的一種經濟活動。如投資者在資本市場購買債券時，由於存在信息不對稱而產生對信用評等的需求，要求信用評等機構客觀評價企業償還債務的主觀意願和客觀能力。進一步分類，信用評等具體包括長短期企業債券評等、可轉換債券評等、信貸企業評等、保險公司評等、信託產品評等、貨幣市場基金評等、資產證券化評等、公司治理評等等。

此外，企業徵信服務可為客戶提供關於調查對象的工商稅務登記資料、歷史沿革、股東結構、主要管理人員情況、分支機構、財務狀況及信用紀錄等方面的信息。徵信機構在全國範圍內建立廣泛的徵信渠道來收錄建置企業數據庫，並以此為客戶提供時效、客觀的各類信用調查報告和有關信用風險之信息。目前企業徵信市場的主要用戶是跨國企業，國內企業及提供信用產品給企業之金融機構。與企業徵信類似，個人徵信主要收集、加工、整理及銷售個人信用信息，目前個人徵信系統收集的數據主要是個人消費貸款，包括住房貸款、汽車貸款、助學貸款、個人其他消費貸款及信用卡透支與繳款狀況。

就信用評等的使用者角度來看，銀行業者使用信用評等的原因主要有四：1、基於金融市場融資格局決定：貸款運行中，企業利用比銀行更多的信息，投資於具有更高利潤的項目上，在信息不對稱的條件下，銀行承擔了企業的業務風險，而通過信評可以使銀行進一步識別風險，較準確計算預期損失，以便進行適當控制；2、貸款風險定

價需要：使用信評有利於貸款利率更好地覆蓋風險溢價，通過收取與信用風險相當的利率補償預期損失，這是銀行管理信用風險現代化手段之一；3、建立以資本適足率為核心的風險防範體系之必須：銀行對資本適足率管理，乃是引入經濟資本標竿，並根據資本來度量風險，亦即銀行必須以其資本金和風險管理能力在充滿競爭與風險的現代市場中獨立作戰，所以利用信評來加強信用風險管理，不但對銀行持續營利能力，且對於資本適足水準乃至銀行的生存能力都至關重要；4、應對Basel II新資本協議及相關監管規定的要求：自2006年起全球主要國家的銀行業陸續開始實施新資本協議，為達進一步促使國際銀行業信貸及營運風險管理流程升級之目的，高度重視信評在風險管理和資本監管的作用，並以此作為新協議的核心內容鼓勵有條件的銀行建立與應用。

本節所指的信用評等是專指外部評等，而內外部評等兩者是簡單的重複，還是各有所長，概略分析於下。對外部評等持否定觀點的主要依據是Basel II新資本協議已把內部評等作為核心內容。實際上新協議從頭至尾沒有否定外部評等(標準法)，只是出於銀行原始數據和成本的考慮，鼓勵有條件的銀行建立與應用內部評等。如美國的監管機構在2006年只對12家國際性大型銀行應用。現將內外部評等的差異整理於表4-10。

表 4-10：內外部評等差異比較

內部評等	外部評等
服務目標是銀行個體，用於信貸流程、資產組合及度量資本風險	是社會信用體系的一個組成部分，為社會徵信全面提供信息服務
評等方法主要是建立數據模型，以全國平均值為取向	在注重定量分析的同時，亦注重現場訪談與定性分析，並兼顧區域性
在現行銀行體制下較難擺脫受內部人員行為之影響	較具獨立性，可以展現公信力

資料來源：本研究收集整理

## 二、台灣業者使用信用評等之概況

### (一)信用評等之提供<sup>23</sup>

台灣外部信用評等服務主要有三大提供者：中華信用評等公司(Taiwan Ratings Corp.)、台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)、金融聯合徵信中心(Joint Credit Information Center)。簡略概述於下。中華信用評等公司(中華信評)為台灣金融市場資訊的主要提供者，是國際知名信用評等機構標準普爾(Standard & Poor's)的子公司，並透過這層關係，向全球市場傳送金融訊息與分析報告。中華信評成立至今已有15年歷史，研究分析的層面包括本地企業與市場及其所關聯的國際企業與市場等。其所提供的產品與服務主要分為四個面向：

- 1、企業：分為(1)發行人信用評等[即企業信用評等(Corporate Credit Ratings)]：證明某公司企業組織的信用品質(Creditworthiness)，並設立比較的標準基礎；而所謂的企業包括公開與未公開公司，但該受評公司是否已向債券市場舉債則非授予此評等的要件。(2)債務發行信用評等：中華信評亦針對發行人發行之債券與其它金融債務(包括銀行借款)授予評等。
- 2、基金：固定收益基金評等反映的是受評基金在其投資組合發生違約情事時所能提供的保障程度。在評估固定收益基金時，中華信評會針對該基金投資資產的信用品質、流動性與該基金的管理方式進行檢視。管理評估方面所考量的重點則包括投資方向、經驗、投資策略、操作政策與內部控管等。標有字母「f」之台灣固定收益基金信用品質評等(固定收益基金評等)的授予對象，主要是淨資產價值呈現易變性的基金。字首「tw」代表該受評基金是運用本國評等標準加以評估。

---

<sup>23</sup> 內容來自中華信用評等公司(Taiwan Ratings Corp.)、台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)、金融聯合徵信中心(Joint Credit Information Center)等官網。

- 3、金融機構：分為(1)發行人信用評等[即交易相對人信用評等(Counterparty Credit Ratings)]：可以協助受評機構取得貸方的信心，並有助於進行價格及合約條款的協商；評估的對象是公開與未公開之金融機構與金融服務業者的信用品質，但該受評金融機構或金融服務業者是否已向債券市場舉債則非授予此評等的要件。(2)債務發行信用評等：針對發行人發行之債券與其它金融債務授予評等。
- 4、資產證券化：每件資產證券化交易的核心，均是一種以保障投資人不受破產事件影響而設計的機構。這些破產隔離機構的信用可靠度與用以評估其風險水準的準則，是構成現今資產證券化市場的基礎架構所在。

金融業使用信用評等資訊，主要用在參加大型聯貸或企業債券投資上，尤其是在國內金融業務分行及海外分行的業務上，作為授信或投資的評估項目之一。考量企業資金的運作及周轉能力，通常會優先選擇銀行或是大型企業的聯貸案或是債券進行參貸或投資，且多半亦以投資級以上的對象為主。在使用信用評等資訊前，必須對信用評等的方式有所認識。以標準普爾(S&P)對金融機構的評等模式為例，必須先由國家(或區域)的基準評等出發，再觀察總體經濟及金融產業特殊因子，最後調整集團企業或政府對於特定機構的外部支持性，最後得到機構發行人的信用評等。標準普爾銀行業的評等架構詳如下圖4-7所示。

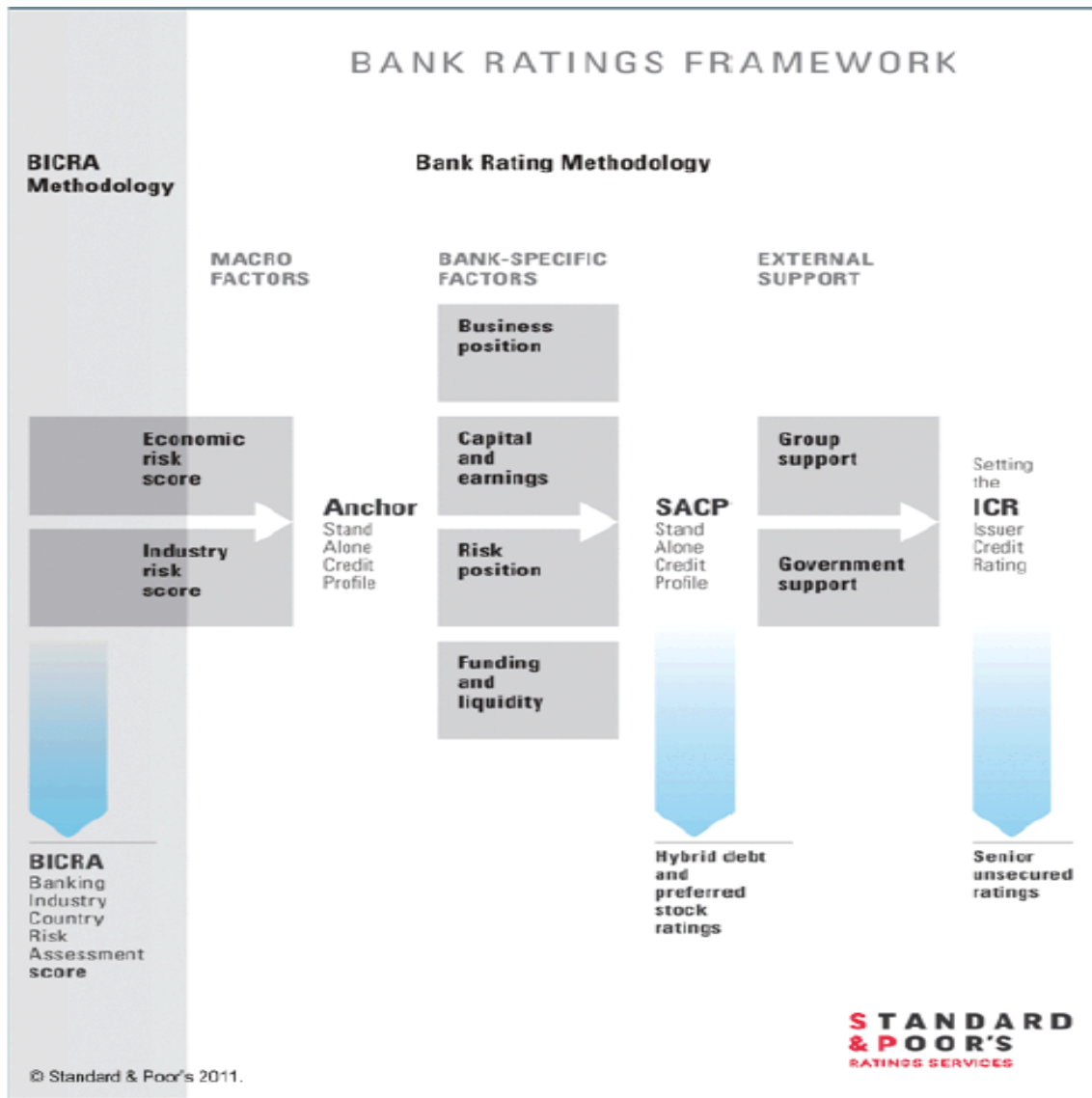


圖 4-7：標準普爾銀行業的評等架構

依據上開架構，對銀行業的評等必須從國家銀行產業風險分析開始(Banking Industry Country Risk Assessment, BICRA)。BICRA 由經濟風險及產業風險兩大類指標組合而成，在經濟風險上，衡量的因子包括經濟彈性(economic resilience)、經濟失衡(economic imbalance)以及經濟體信用風險(credit risk in the economy)；在產業風險上，衡量的因子則包括機構概觀 (institutional framework)、競爭動力(competitive dynamics)以及系統資金融通(system-wide funding)。值得注意，由於 BICRA 係考量一國的銀行產業風險架構，所以已將主權風險上所評估的各項因子分數納入經濟彈性與經濟失衡二個項目。經由 BICRA

的分析後，將得出該國銀行產業的基準分數(anchor)，再由基準分數調整個別銀行因子(bank-specific factors)，包括營業地位、資本及盈餘、風險地位、資金與流動性等項目，得到個別銀行 SACP 分數，之後調整集團及政府對受評銀行的外部支持程度，最後得到該銀行的發行人評等(issuer credit rating)。

瞭解信用評等對銀行的分析架構後，可以發現，金融機構當獲得信用評等機構對個別銀行發布的信評報告時，原則上報告內容中會說明給予各個類別分數的主要理由。倘若金融機構對於信用評等機構某一類別給予的分數，有其自行看法，即可自行予以調整、分析，或許會得到不同看法與結論，這是分析人員使用信評報告應有的認知，以及信用評等機構揭露其評等架構予使用者的最大意義。

台灣經濟新報(TEJ)在民國80年即開始建置信用風險指標(TCRI)機制，對上市、上櫃、公開發行公司，透過公開資訊的資料幫客戶做一次完整的解讀，及資訊的勾稽，並將所看到的矛盾之處，總結在TEJ新報的調整說明資料庫中做完整揭露。金融業者在改善資產品質的同時可能必須更完善的工具，來避免呆帳的發生，除了內部的徵信系統之外，更應參考外部系統資訊來做把關。TCRI目前評等的公司超過2000家，已使用此套資料庫之銀行家數有25家，券商及投信約有10家。TCRI目前評等範圍包括公開發行公司，但不含金融、證券、投資、建經仲介、及媒體。TCRI受評對象檢選標準如下：(1)TCRI係以公開資訊為依據，故受評對象以上市、上櫃及公開發行公司為主；(2)由於金融業、投信投顧業、產壽險業、租賃業、證券業、投資業、創投業、顧問業行業性質特殊及公營事業營運負政策性任務，TCRI尚在研討適合之評等方式，故未將上述產業列入範圍；(3)對於成立未滿四年之新設立公司，及公開資訊未達3年以上之公司，慮及營運尚未

穩定或資訊不足，亦不進行評等；(4)軟體、出版等腦力密集產業，財報資訊不夠充分，本不應評；但應客戶要求，也納入評等範圍。而TCRI發佈頻率：目前在上市櫃公司每季、公開發行公司每年公布財務報告後，即定期發佈各公司之信用等級。

TCRI模組介紹：1、TCRI方法論採用財務報告，以合併報表為主非合併為輔；2、TCRI信用風險指標評分方法需透過三步驟：(1)『基本等級』，先將公開資料經過研究人員的會計分析，重分類成一致的會計基準後，再透過財報分析，統計模型，計算出「綜合評分」，分出「基本等級」；(2)『門檻等級』，「基本等級」以「規模」和「APL財務壓力計」過濾，得出「門檻等級」；(3)『TCRI』，「門檻等級」再加上空窗期資訊、產業前景考量、經營者風險偏好及其他非量化因素，得出「TCRI」。TCRI等級說明詳如圖4-8。

放款別	Assets Lending 資產放款(當舖)			Cash Flow Lending /Assets Lending 非信用放款			Cash Flow Lending 信用放款		
風險別	高風險			中度風險			低風險		
TCRI等級	9	8	7	6	5	4	3	2	1
綜合評分 (基本等級)	165	250	335	420	505	590	675	760	

資料來源：TEJ

圖 4-8：TCRI 等級 vs.放款承作方式

金融聯合徵信中心(聯徵中心)，其前身為台北市銀行公會聯合徵信中心，創始於民國64年，為銀行公會體系下負責公會會員機構間授信資料蒐集、處理及交換之資料處理中心。並於民國81年以原組織營運剩餘，以台北市銀行公會名義，全數捐助成立為公益性財團法人「金



融聯合徵信中心」，持續將信用資訊，本諸「使用者付費原則」，提供會員機構查詢運用。聯徵中心是台灣地區目前唯一蒐集金融機構間信用資料的信用報告機構，也是亞洲地區第一家蒐集並建置個人與企業之正面與負面信用資料的信用報告機構。該中心採會員制，截至民國101年1月1日止，有本國銀行(39)、外國銀行在台分行(20)、票券金融公司(8)、證券金融公司(2)、信用合作社(25)、漁會信用部(25)、農會信用部(277)、人壽保險公司(19)、產物保險公司(2)及其它金融機構(10)等會員機構共計427家。

聯徵中心對會員的服務主要有：1、建置全國性信用資料庫，提供電腦連線及離線之信用資訊查詢服務(如授信業務、票信業務、信用卡業務等)；2、受理各項信用資料補充、更正或刪除作業；3、辦理企業財務分析及信用評分；4、辦理信用資訊與金融研究等。聯徵中心建置的信用資料庫主要內容包括：1、基本資訊：企業戶公司登記、董監事經理人名單、營業項目及工廠登記等；2、授信資訊：個人戶或企業戶授信餘額、逾期催收呆帳金額、每月還款狀況、保證資訊及部分擔保品資訊；3、財務資訊：企業財務報表、財務比率、會計師審計意見等資訊，並提供行業別及同業財務比較資訊；4、聯屬(集團及同一關係人)企業資訊：企業戶長期股權投資、短期投資、關係人交易暨公開發行公司內部人之持股變動與設置及大陸投資等資訊；5、綜合信用資訊：整合揭露個人或企業授信、信用卡資料，另有個人信用評分等資料；6、信用卡戶及特約商店資訊：信用卡戶基本資料、持卡紀錄、繳款狀況及特約商店基本資料及解約等；7、公開公示資訊：營業人基本、公開發行公司財務相關資訊；8、其他信用相關資訊：廠商進出口、不動產抵押、詐欺及偽變造證件等通報資訊及會員銀行查詢信用資訊統計資訊等。

簡言之，聯徵中心是一個蒐集跨銀行別信用資料之機構，其所建立的全國性信用資料庫，提供上百種信用資訊產品予金融機構查詢，其中，與企業相關之產品包含(1)企業基本屬性資訊，如企業所屬行業別、登記狀態、成立年度、資本額等；(2)企業信用資訊，如負債總額、借貸科目、繳款紀錄、往來銀行家數等；(3)企業財務資訊，如利用各家企業財報計算之各面向財務比率、財務與同業比較資訊等；與(4)企業負責人資訊，如負責人之信用資訊、信用評分(J10)等。對於協助金融機構評估企業信用風險，聯徵中心蒐集有關企業之信用資料，大致可歸納為四類，如表 4-11。

表 4-11：聯徵中心有關企業之信用資料類別與產品

資訊類別資訊	資訊內涵	聯徵中心標準資訊產品
企業屬性資料	企業名稱、統一編號、所屬行業別、企業型態、營運狀態、規模(資本額)、成立年度等。	A 類產品約 8 項
企業信用資料	負債總額、型態、變動情況；繳款紀錄；查詢紀錄；往來銀行家數帳戶數；信用歷史長度等資料。	B、J 類產品約 18 項
企業財務資料	評估企業之資產負債、流動性、獲利能力、經營效能之財報資訊，包括原始會計科目與經彙整計算之 45 項重要財務比率。	F 類產品約 8 項
企業負責人之信用資料	姓名、身分證號；負責企業名稱、統一編號；信用紀錄資料、負責人個人信用評分資訊。	A 類產品 8 項；個人信用之 B、K 類產品約 30 項、個人信用評分資訊 J10

### 1、個人信用評分產品

金融機構評估客戶數量龐大之消費性金融業務風險高低，最常使用也最有效率之工具為信用評分模型，其主要功能在於依模型評分結果進行客觀、一致性風險排序(Risk Ranking)，再配合其風險管理策略與目標，將排序結果區分為數個客群，以便針對不同風險特性之客群

擬訂管理策略與政策，執行有效與精準之管理工作。為滿足會員金融機構需求，聯徵中心於 2006 年 4 月推出消費者個人信用評分產品(產品名稱：「個人信用評分資訊」，產品代號：J10，以下簡稱 J10)，是以聯徵中心跨金融機構之完整資料庫內涵為基礎，經由資料加值與評分產品設計，提供給會員機構更精準與有效率的風險管理工具。J10 評分之最主要特色：實務上銀行常會考量內部業務別或經營策略，而以信用產品別不同，各自開發對應之信用評分模型，因此，容易發生同一客戶在行內擁有兩項產品，會因模型所使用之風險變數不同，而得到不同風險程度之兩種評分，此狀況與實務上風險應以歸戶評估之經驗會有落差，但 J0 評分是以統一編號為基礎下，整合單一自然人之跨行風險資訊所進行之評等，可避免此矛盾現象。

## 2、企業信用評分產品

聯徵中心於 2010 年 5 月推出企業信用評分產品(J20-不含負責人資訊、J21-含負責人資訊)，以其長期累積之信用資料及財務報表資料為基礎，利用客觀之統計分析技術，將其所蒐集之資料彙整加值為一簡單、客觀之分數結果，用以呈現授信戶未來可能之信用表現。易言之，聯徵中心利用統計方法，將其資料庫中可量化之資訊，篩選出易影響企業可否依約還款之因素，依此因素客觀評估企業信用風險，給予企業評分，讓金融機構在進行貸放或訂價時，能利用該評分作為客戶風險排序與分級參考工具之一，亦或結合金融機構本身之內部資料，建立半自動化授信管理流程，降低成本。茲就 J20 與 J21 評分簡介於下。

J20 企業信用評分—不含負責人資訊：該產品發展變數以涵蓋各種影響企業依約還款之構面為目標，多方位考量企業信用風險，因此，考量面向包含企業信用資訊(如負債類、信用長度類、信用往來狀況類、新信用申請類、繳款行為類)、企業財報資訊，與企業基本

資訊三大類，並由這些面向變數建置而成。J21 企業信用評分—含負責人資訊：企業負責人信用評估是衡量企業信用風險重要的一環，且往往隨著企業規模越小，負責人影響越大，因此企業信用評分模型若能考量企業負責人資訊，理當較為完整。為此，聯徵中心另建置一企業信用評分模型，該模型除了考量前述三類資訊外，額外加入負責人資訊，即為「J21 企業信用評分—含負責人資訊」，供金融機構依其本身需求查詢不同產品。值得注意，上市櫃公司因其可獲得之市場資訊較多(如信用評等、財務季報、合併報表、股市、媒體報導等)，且評估其信用良窳之專家質化判斷(如產業前景、公司治理、集團企業等因素)比重較高(換言之，即可自動化管理程度極低)，故並非聯徵中心企業評分之服務範圍。另外提供聯徵中心信用評分資訊應用於金融機構風險管理之建議，如表 4-12 所示，作為參考。

表 4-12：聯徵中心評分資訊應用之建議

企業類型	獨資合夥企業	微小型公司；中大型公司—未與金融機構往來者	微小型公司；中大型公司—有授信紀錄者	上市櫃公司
建議適用之聯徵中心評分資訊	JCIC 個人信用評分(J10)	JCIC 個人信用評分(J10)	JCIC 企業信用評分(J20、J21)	JCIC 資料研究服務平台使用之 Merton 模型
金融機構風險管理方式	以 J10 進行企業業主之風險評估；與一般消費金融業務類似，較適合發展客觀一致之群組(pool)管理方式。	以 J10 進行公司負責人之風險評估；根據聯徵中心實證結果，J10 對公司是否發生違約具相當程度之區隔能力，且規模越小之企業，J10 之區隔力越強。	以 JCIC 評分迅速瞭解公司於整體金融機構之表現，輔以內部風險區隔方式與專家判斷。	進駐聯徵中心「資料研究服務平台」以取得 Merton 模型評估之結果，進行與金融機構內部模型結果之比較(benchmarking)。

資料來源：金融聯合徵信中心(JCIC)

## 小結

綜上所述，對台灣外部信用評等服務三大提供者做一比較，彙整於下表4-13。

表 4-13：台灣外部信用評等服務三大提供者比較

比較項目	中華信評	台灣經濟新報	聯徵中心
營運模式	受評者主動要求之信用評等為主	信評機構主動提供之信用評等為主	信用評分
評等對象	企業、基金、金融機構、資產證券化	上市、上櫃、公開發行公司，但不含金融、證券、投資、建經仲介、及媒體。	金融機構間信用資料包含個人與企業之部分
收費方式	由受評者付費	將信用評等資訊以資料庫型式賣給需用機構	由加入會員的金融機構付費
訊息來源	公開及未公開資訊	公開之財務報告及其他非量化因素	公開資訊及金融機構所有之信用交易資料

資料來源：本研究收集整理

以銀行的角度而言，企業的外部信用評分資訊除了J20與J21以外，尚有Moody's KMV EDF、台灣經濟新報（TEJ）之TCRI等。過去台灣的銀行業針對企業信用評分做標準化時，通常是以TEJ的TCRI，或Moody's KMV的EDF模型為對象。但TCRI僅限公開發行以上公司，而EDF模型更是侷限於上市櫃(含興櫃)公司，能執行標準化的客戶數相當有限，標準化結果意義也不大。然由於J20、J21涵蓋了上市櫃公司以外的企業戶，使得銀行對企業的內部信用評等可以進行標準化。而就信評公司與聯徵中心的產品服務來比較，信評公司以對中、大型企業提供被動式的主體與債項評等為主要服務；聯徵中心以提供上市櫃外的企業信用評分及個人信用評分為主要服務，來與前者有所區隔。

## (二)信用評等之使用<sup>24</sup>

在台灣外部信用評等主要使用在金融業資本適足率、金融商品承作與銷售上；其他則視金融業者內部需要而定，使用上差異較大。在資本適足率上，目前適用的Basel規定，對於未有外部評等的一般企業給予固定的權數以衡量風險，如一般企業被外部評等公司評為非投資等級，可能對企業有負面的影響，且金融業可能亦需計提更多的壞帳準備，故外部評等公司對此類公司進行主動提供之信用評等的意願不高。此外，台灣擁有外部評等的一般企業家數過少的另一原因，在於台灣債券市場活絡度不足、銀行貸款便利，企業對於發債意願相對較低。以金融業而言，通常當銀行準備發行金融債券時，才會主動請信用評等公司針對發行債券進行評等，並支付一定數額的費用。據瞭解，台灣企業的主體評等(被動式)會發布於各信評公司(如中華信評)的網站，然若須取得詳細的評等報告則要支付費用才可獲得；評等企業對象以金融業為主，對於一般產業公司的主體評等較少。

另一方面台灣經濟新報(TEJ)屬於主動式評等(即主動提供之信評)公司，評等對象為國內一般產業公司為主，部分銀行將其所發布的評等分數列入授信準則等內規，作為參考依據之一。然銀行業在從事企業授信時，並不能只參考信評，尚須考量其他因素例如企業的融資架構。即企業集團信用評等良好卻無法獲得銀行貸款的原因，可能出自於融資架構的問題，如信用評等良好的母公司，利用自身信用評等為子公司向銀行申請融資貸款，並非完全是融資架構的主體，亦即是一種經濟次順位。信用評等是一落後指標，不應作為股票投資的參考依據；就投資股票而言，公司狀況的好壞通常先反映在股價的變動，然而信評機構卻不會只因股價變動而調整信評。就債券方面而言，信用評等變動後，可能會反映在債券價格上，因部份基金經理人的操作是

---

<sup>24</sup> 訪問專家、學者之彙整。

依信評對某一債券之升(降)評而有制式化之增(減)持，若降評低於投資等級則有可能全部出脫。綜合來說，銀行進行投資業務時，將信用評等視為是否值得投資之門檻標準；從事放款業務時，則將信用評等作為訂價準則。一般債項評等與主體評等常同步發布，而固定收益評等與金融機構的企業評等不同，且固定收益評等因國內銀行結構債業務縮減而被降低使用，至於公司治理水平評等使用量非常少。總而言之，有關各類信用評等使用量的比重，主要受銀行本身各部位採用狀況、業務特性、法令遵循等方面之影響。

### 三、歐美業者使用信用評等之概況

國內銀行業會用到信評的機會，主要是為符合外部法令之要求。對於在企業授信上使用信評做為決策依據並不多，大概不到2成的企業貸款有使用信評。而國外(歐、美為主)之情形剛好相反，多數企業貸款有參考信評。就信用評分(Credit Scoring)來說，美國使用信用評分的歷史，比台灣約早5至10年(與台灣先進銀行相較)，根據美國聯邦準備理事會於1996年對資深信用卡放款主管的調查顯示，有97%的銀行當時已使用信用評分來做為放款准駁之依據，由此可知，在10幾年前，幾乎美國所有銀行之信用卡放款皆已使用信用評分來授信<sup>25</sup>。最早在美國舊金山，Bill Fair及Earl Isaac於1956年成立信用評分的顧問公司Fair Isaac Corporation (類似台灣的金融聯合徵信中心)，開始以商業化的方式來推廣信用評分。及至1960年代信用卡開始流行，由於信用卡申請戶數多且要求時效，用專家人工判斷法來授信已不符低成本及高效率需求，故信用評分開始運用在信用卡業務上。

美國一般廣泛使用的信用評分為FICO Score (分數介於300至850

---

<sup>25</sup> 參閱自單良、蒙志偉、郭姣君、王慧喧，信用評等模型 12 堂課：以消費金融為例，台灣金融研訓院，2010 年。

之間)，來源於Fair Isaac Corporation，用以預測貸款申請人按時償還債務的可能性，其主要針對借款人的信用紀錄進行分析並加以評分，分數愈高表示借款人的信用評等愈好，反之則愈差。美國另外還有三家主要的信用評估公司，包括Equifax、Experian和Trans Union。這三家公司亦各自開發所屬的信用評分模型，提供貸款意願者評估自身信用狀況。房貸方面因美國政府投資的半官方機構—聯邦住宅貸款抵押公司(Fannie Mae)及聯邦國民抵押貸款公司(Freddie Mac)，分別於1995年7月及1995年10月發函給承做抵押貸款之金融機構，鼓勵他們使用信用評分方法來評估貸放風險，因而在兩個半官方機構的推波助瀾下，房貸業務也進入信用評分的時代。例如FICO Score較差者，無法向一般銀行以正常利率貸款，只能轉向專門承做不良信用客戶貸款之機構融資。通常此類借款人收入較低，申請房屋貸款成數較高，常在八成以上，因此風險較大，利率也較高。

至於各國在信用評等應用上之資訊，可以Basel銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision)於2009年6月所發布的報告為參考依據<sup>26</sup>。該報告指出各會員國一般使用信用評等於：1、用於資本要求之決定；2、用於資產的識別或分類上，以便於決定是否是合格的投資或可允許的資產集中度；3、提供一份對購買資產證券化產品或擔保的債券產品時所衍生的信用風險之可靠的評價；4、用於決定是否適用資訊披露的要求；5、用於決定招股說明書的資格等五大方面，分述如下。

#### (1)資本要求：

此類別特點是對使用信用評等有最廣泛的應用。成員國有關當局提交的回應顯示他們的相關監理規定載有為確定淨或監管資本之目的而規定使用信用評等的條款，且信用評級應用於資本要求之監理規

---

<sup>26</sup> 參見 Basel Committee on Banking Supervision (2009), “Stocktaking on the Use of Credit Ratings,” Bank for International Settlements.



定比應用在任何其他類別的監理規定都要來得多。信用評等通常用在與資本要求相關的監理規定，作為映射信用風險到資本費用或風險權重之方法。另相關的監理規定是使用信用評等做為邊際利率的測定，如某些獲投資級評等的主權債券和公司債權證可以接受較低的邊際利率。在Basel II協定框架內，使用外部信評的目的是加強該框架的風險靈敏度；例如，資本要求規定的實施是將信用評等納入信貸品質曝險的評估或交易對手信譽的評估中。外部信評主要用於標準法下之信用風險評估，以及對風險加權證券化資產的曝險評估。不同用途的外部評等通常相應於標準法下對違約概率的處理，以及相應於當缺乏證券化產品的統計資料以致無法使用或難以給定內部產生的評等之情況。

在大多數情況下，已採用Basel II協定框架的成員國會對為確定監管資本之目的而所使用的外部信評限制在那些由國家主管機關認可的外部信評機構所提供的。主管機關主要評估這些標準是否被滿足，以及聚焦在確認信評機構足夠地穩健可靠以便能保證可以使用他們所發布的信評來確定適當的監管資本水準。主管機關也負責闡明使用信評的條件和細節(比如，在歐盟，主管機關負責闡明將外部評等映射到監管的風險權重或信貸品質的步驟)。歐盟所有成員國都已實施資本要求指令(Capital Requirements Directive, CRD)，而CRD履行Basel II對銀行和投資公司的框架。在歐盟內，雖然歐洲銀行監管委員會(the Committee of European Banking Supervisors, CEBS)的指引有提出「聯合評估進程」且其設計目的是為了達到歐盟成員國間有一致的監管方法，但是決定是否要認可一個外部信用評估機構，仍是屬於每個成員國的自由裁量權<sup>27</sup>。

---

<sup>27</sup> 自 2011 年 7 月起歐洲證券和市場管理局(ESMA)可以受理信評機構在歐盟的註冊業務。

根據澳大利亞對認可的接受存款機構之監理規定，信用評等的映射是用來計算對某些信用風險和證券化曝險的監管資本風險權重，如 Basel II 協定框架之規範。在加拿大，所有銀行都已實施了 Basel II 協定框架，因此外部信評被用來評估信用風險的暴露。在日本，由指定的評等機構發出的信用評等被用來估算市場風險和交易對手風險以便能達到計算證券公司資本適足率之目的。日本監管當局亦指出受銀行法下金融服務管理局條例之規範，外部信用評估機構出具之信用評等被用於計算銀行和其他存款機構的資本適足率。在美國，建立證券和銀行部門資本要求之監管法規，其特色是對信用評等有最廣泛的使用。為資本目的所使用的信用評等幾乎完全限制在那些由國家認可統計評等機構(NASROs)認可且在美國證管會註冊之信用評等機構所發布的信用評等。

## (2)資產識別：

所有成員國中有第二個高回應的是關於信用評等用於資產的識別或分類上之監管規定。例如，這包括指定允許的投資和/或共同基金所需的投資，以及建立對特定類型資產的投資集中度限制和例外情況。在大多數情況下，成員國回報應用信用評等規定於銀行及證券業。但英國金融服務管理局指出信用評等不會用於其下的三個金融部門(銀行、證券、保險)的資產識別。在歐盟，可轉讓證券集體投資事業指令(UCITS Directives)對集體投資計畫的規定並不包含引用信用評等。然而，歐洲執行委員會指令 (Commission Directive 2007/16/EC)，其中澄清某些 UCITS Directives 使用的定義，確包含兩個具體的貨幣市場工具引用信用評等的規定。在日本，證券交易商通常不允許做其母公司或附屬公司所發行證券之主辦行。但是，證券交易商可被豁免遵守前述規定，如果該證券之發行已獲指定的評級機構之評等，此項規定隸屬於金融工具與交易法案(Financial Instruments and Exchange Act)下之內閣辦公室條例關於金融工具業務營運商之部

分(the Cabinet Office Ordinance of Act on Financial Instruments Business Operators Art153(iv))。美國資本要求監管規定中，對於銀行及證券業使用信用評等的規定一般要求只能使用指定的評級機構所發布的信用評等，而所謂指定的評級機構是指受國家認可統計評等機構(NASROs)認可且在美國證管會註冊之評級機構。在加拿大，金融機構總監辦公室(Office of the Superintendent of Financial Institutions)和安大略省證券管理委員會(Ontario Securities Commission)使用信用評等在他們為資產識別/分級制度目的所制定的規定上。例如，在金融機構總監辦公室所發布對確定證券借貸貸款抵押資格的規定和安大略省證券管理委員會所發布的建立貨幣市場基金投資指引。

### (3)證券化和擔保的債券產品：

相當多的受訪國表示，他們的監管規定提出證券化和/或擔保的債券產品須使用信用評等，一般的規定，提供給投資者的證券化產品被一個或多個信用評等機構來評價。寬度的使用各成員國當局對處理證券化產品使用信用評等的監管規定並不一致，有的涵蓋所有證券化產品而有的只覆蓋某些被認定的證券化產品(如在義大利，只有在證券化產品出售給非專業投資者時須使用信用評等)。英國金融服務管理局指出外部信用評估機構的信評被用來測定一個公司的證券化部位之信用品質。它還指出對擔保的債券而言，它會以資產池是否有足夠的信用品質來考慮交易對手是否有適當的信用評等。在美國和加拿大，一些對銀行和證券業的監管規定要求銷售資產支援證券須引用外部評級。

### (4)資訊披露要求：

相當多的受訪國表示信用評等被應用於該國在資訊披露的規管上。此類應用可分為兩大類：要求和豁免。一些受訪國表示他們的監管規定要求已受評的實體必須披露其信用評等以及當評等被更改時(或當他們相信評等變動即將發生時)必須披露這些信息。另一些受訪

國指出他們的資訊披露監管規定載有對信用評等機構的例外條款，例如明確規定信用評等機構可豁免披露某些文件如公開出售前的報告之要求。幾個國家標識獨特的資訊披露要求，例如在日本，金融服務管理局為了符合Basel II協定框架下的資格，要求外部信用評估機構披露信評意見書某些關於證券化的曝險資料(如評級標準，信用評級過渡矩陣和特定的交易資訊)。

#### (5)招股說明書的資格：

信用評等在關於對證券發行招股章程的監管上扮演一定的角色。舉例來說，證券發行招股章程能否適用短格式招股章程之標準在於該證券發行是否具有可投資等級的信評。就各別國家而言，在美國與加拿大發行證券時，其招股章程適用短格式招股章程之判斷標準在於該證券發行檢具信用評等報告。在義大利，經濟合作發展組織(OECD)成員國所發行的公債若具有可投資等級的信評，其於義大利銷售給合格的投資者時不用經過招股說明書的程序。英國金融服務管理局指出在英國，對股票招股章程沒有須引用信用評級的規定。然而，對債務工具而言，其招股說明書必須披露發行人或其債務證券的信用評級。在日本，發行人可以使用證券註冊聲明的「參考系統」和企業債券公開發行架登記制度，如果他們能滿足某些要求，其中包括他們已獲指定的評級機構之信用評等。

#### 四、銀行業對信評之看法

在排除外部法令規定後，對於信用評等的市場價值，若依市場機制，在現今資訊發達下，其市場價值將可能下降。若在封閉型經濟架構下，銀行彼此間及對企業瞭解程度可能更甚於信用評等公司；若在開放型經濟架構下，由於容易存在資訊不對稱，此時需要信用評等公司的機制，利用其所發布之信評報告作為決策輔助的工具。然銀行不能再過度依賴外部信用評等，其自身亦需具有評估及判斷風險的能力負擔部分責任。銀行大多視供給狀況來決定對於信用評等的需求，自

發性需求不高；因此發生2008年金融海嘯後，國內使用信用評等的程度並無明顯變動，其原因即在於外部法規並無大幅更動。簡言之，金融海嘯後國內銀行業使用信用評等的程度不變，然而對信評之信任度下降。而信用評等機構須透過提升透明度、加強管制及檢查、增加市場競爭程度等作法，才能提高銀行對信用評等的信賴度。至於增加市場競爭上，目前台灣信用評等產業的狀況以中華信用評等公司(被動評等)與台灣經濟新報(主動評等)為主要參與者，因台灣信評市場有限，短期內較難有新加入者出現的可能。

## **第五節 企業金融對於信用評等使用方式探討**

### **一、企業信用概述**

現代市場經濟條件下的信用是指在商品交換或其他經濟活動中，交易雙方所實行以契約為基礎的資金借貸、承諾、履約的能力和行為。此處的信用關係雙方即是授信人和貸款人。在借貸活動中，授信人和貸款人雙方根據各自的利益要求(授信人通常是為了收回本金與獲得利息；貸款人通常是為了獲得自己所缺乏的經營資本)，按照契約規定的條件、範圍、時間進行資金借貸，就是信用活動。若雙方都能夠按照契約履行自己的承諾，則其行為過程就是履行信用。企業信用是指企業對債務按期還本付息的能力和意願。其中債務主要是指企業對外的有利息負債，如長短期借款、長短期債券、可轉換公司債券等；還本付息的能力主要是指企業在債務到期時能否籌措到足夠的資金償還到期的債務利息和本金；而償還意願是指企業是否願意償還到期的債務。一般信用狀況好的企業，在商業往來過程中取得交易成功的可能性會比信用狀況差的企業來得更高。為此企業往往採取徵信或信用評等的辦法獲取對方或展示自己的信用狀況。例如企業在與對方交易之前，可透過徵信機構或信用評等機構取得交易對手的信用狀況報告；或者企業要與社會上其他的商業伙伴進行商業往來時，企業

要主動向社會展示公開自身的信用狀況，一般是由企業聘請專業評等機構對企業信用狀況做出評定，企業主動把信用狀況提供給交易對手以獲取對方的信任，增加交易成功的機會。

從銀行授信來看，大多數銀行已開始對企業進行與信用評等相類似的工作。目前商業銀行一方面依靠自身內部的評等機制，另一方面也依托社會中介評等機構(在台灣如中華信評、聯徵中心、台灣經濟新報等)對貸款企業進行的評等，參考社會中介機構對企業做的評等報告及評等結果。一個企業如果取得較好的信評，在申請銀行貸款時就可能獲得比信評較差企業更多的優惠。這個優惠可能是決定貸還是不貸，貸款規模有多大，在貸款過程中還有可能獲得最優惠利率，另外在商業匯票的承兌方面取得銀行優先承兌等優惠條件。銀行作為經營貨幣和信貸業務的金融中介機構，面臨的風險很多，信用風險、市場風險、資本風險等，但其中最主要的是信用風險。對銀行而言，信用風險是指銀行因不能及時滿足顧客提存需求，或者債務人不能償還本息或延期償還本息，可能引起的收益損失。可具體分為銀行自身信用風險、貸款信用風險與投資信用風險，本節主要聚焦在貸款信用風險。

1990 年代以來一些大銀行認識到信用風險仍然是關鍵的金融風險，開始關注信用風險測量方面的問題，並試圖建立測量信用風險的內部方法與模型。其中以 JP 摩根的 Credit Metrics 信用風險管理系統最為引人注目。1997 年 4 月美國 JP 摩根與其他幾個國際銀行(德意志摩根建富(DMG & Partners Securities Pte Ltd)、美國銀行、瑞士銀行、瑞士聯合銀行與 BZW (Barclays de Zoete Wedd))共同研究，推出了世界上第一個評估銀行信貸風險的證券組合模型—Credit Metrics。該模型以信用評等為基礎，計算某項貸款或某組貸款違約的概率，然後計

算上述貸款同時轉變為壞賬的概率。該模型覆蓋了幾乎所有的信貸產品，包括傳統的商業貸款；信用狀和票據保付；固定收入證券；商業合同如貿易信貸和應收賬款；以及由市場驅動的信貸產品如掉期合同、期貨合同和其他衍生產品等。繼 JP 摩根推出 Credit Metrics 之後，許多大銀行和風險管理諮詢及軟體公司已開始嘗試建立新一代的風險測量模型，即一體化的測量模型，其中有些公司已經推出自己的完整模型和軟體（如 AXIOM 軟體公司建立的風險監測模型），並開始在市場上向金融機構出售。

## 二、企業客戶信用評等的內容與指標<sup>28</sup>

國際間通常使用的信用分析理論是 5C 原則：品性(Character)、還款能力(Capacity)、資本實力(Capital)、抵押(Collateral)和經濟形勢(Condition)。通過對貸款人的道德品性、業務能力、資本金實力、抵押品質量以及整體經濟運行情況的分析，可以讓銀行對貸款人的整體狀況有較清晰的認識。銀行可對貸款人這 5 個方面進行綜合評估，最後得出貸款決策。可看出使用這種方法對評估人的綜合能力、專業水平有較高的要求，然不可避免地會有主觀判斷因素在內，使得放款制定決策的失誤率加大。而銀行要建立企業金融信用評等指標體系，首先要明確評等的內容應包括哪些要素，即有哪些主要因素決定客戶信用狀況。一般而言，國際上都圍繞於 5C、CAMPARI、5W 等要素展開，茲分述如下。

### (一)5C 要素

所謂 5C 是指影響企業信用狀況的 5 方面特性，因表述這 5 個特性的英文單字之第一個字母皆是 C(Character、Capacity、Capital、Collateral、Condition)而得名。

#### 1、品性(Character)

---

<sup>28</sup> 引用自夏敏仁、林漢川(2006)，企業信用評級——基於國外經驗的中國體系研究。

品性是指企業願意履行其付款承諾的可能性。要求貸款者必須誠實可信，即是對企業聲譽的一種度量；可考察其是否願意盡自己最大努力按照承諾付清貸款，直接影響到其應收帳款回收的速度。客戶的品性好壞主要根據過去的信用紀錄來確定，尤其一家企業的年齡是其償債聲譽的良好替代指標。

## 2、償付能力(Capacity)

償付能力是指客戶的支付能力或償還貸款的能力，反應貸款者收益的易變性。主要可根據企業的經營生產能力及獲利情況來判斷，通常具有較好的經營業績、較強的資本實力與合理的現金流量之企業會表現出良好的償付能力。

## 3、資本(Capital)

企業資本是衡量企業財力和貸款金額大小的決定性因素。企業資本雄厚表示該企業具有巨大的物質基礎和抗風險能力。企業資本包括全部淨資產和無形資產淨值，可由財務比率分析得到，且被視為是預示企業破產可能性的良好指標。

## 4、抵押(Collateral)

資產抵押是指企業用其資產對其所承諾的付款進行的擔保，以防企業發生違約時，債權人可對貸款人抵押的物品擁有要求權。此一要求權的優先性愈高，則相關抵押品的價值就愈高，貸款人欠款時的風險損失就愈低。因此有擔保抵押，信貸資產才有安全保障。銀行對於沒有信用紀錄或有不良信用紀錄的貸款客戶，要求以一定的合法資產作為抵押是必要的。因而信用評等必須分析擔保抵押手續是否齊備、抵押品的估值與出售有無問題、擔保人的信譽是否可靠。

## 5、經濟形勢(Condition)

即是指能夠對企業的償付能力產生影響的社會經濟發展之一般趨勢與商業週期，以及某些地區或某些領域的特殊發展和變動。這是決定信用風險損失的一項重要因素，特別是對於那些受週期決定和影



響的產業而言。例如耐用品部門就比非耐用品部門更易於受到週期的影響。因此信用評等必須對企業的經濟環境、商業週期、發展前景、行業發展趨勢、市場需求變化等進行分析，預測其對企業經營效益的影響。

## (二)CAMPARI 要素

CAMPARI 即是分析企業信用狀況的 7 個面向的英文單字之第一個字母：品性(Character)、償債能力(Ability)、獲利能力(Margin)、借款目的(Purpose)、貸款金額(Amount)、償還能力(Repayment)、安全性(Insurance)。

- 1、品性：指借款人是否具有和銀行訂立借款合同約的資格。如一筆對未成年人的銀行貸款就不具備法律效力。同樣，簽約的董事必須是在公司章程授權的範圍內行事，否則無效。
- 2、償債能力：是指借款人在技術、管理、財務方面的實力；也可以指一個企業是否能夠監控其營運風險、提高其資產流動性，以創造足夠的現金流償還債務。
- 3、獲利能力：銀行應許借款人貸款，主要是考慮能否從借款人那得到利息收益。如借款人(個人或企業)沒有獲利能力，也就是說以後將很難歸還貸款以及利息，則銀行將不會貸款給貸款人。
- 4、借款目的：借款人向銀行貸款的用途應該是明確的、可接受的。如果一筆貸款是企業用於償還供應商的現有債務，則該企業的流動性可能存在嚴重問題。然若企業申請貸款是為了支撐業務按預期發展，這應視為是允許貸款的一個可接受的理由。因為這樣的企業不僅利用了供應商提供的正常賒銷付款，而且還有更多的信用需求。但貸款不能用於滿足企業業務的過度擴張。如果說申請貸款是為了爭取一張新訂單是合情合理的，那麼同樣的企業一下子握有五個新訂單，授信者應引起警覺：該企業能應付得了它的業務快速發展嗎？

- 5、貸款金額：貸款規模必須和資金用途相一致，貸款金額也必須能滿足企業使用。借用資金的費用應和淨資產收益相匹配。
- 6、償還能力：瞭解企業的後期資金來源有助於判斷借款人的償還能力。償還能力至關重要，授信者應通過分析投資後的現金流，而非未來盈利能力加以考查其償還能力。對於借款企業來說，償還貸款的最主要資金來源應是貸款的投資專案。償還期限也應在合約中加以明確：是一次還本，還是分期攤還？
- 7、安全性：此「安全性」是指抵押擔保，意即當企業貸款不能償還時，銀行仍能藉由抵押擔保保證其資產安全。考慮一筆借貸請求時，其抵押擔保物並非首先被考慮；但如考慮抵押擔保物，它的價額應相當於在貸款金額的基礎上加上充裕的差額，而且抵押擔保物要易於估價、易於變現、易於取得。

### (三)5W 要素

5W 法重在以下列 5 個方面來對企業進行信用評估：1、Who(借款人是誰，具體情況如何)；2、Why(為何借款，用途何在)；3、What(有何擔保，擔保品的價值如何)；4、When(何時還款)；5、How(如何還款，還款方式為何)。上述要素分析反應了決定信用水平的主要考慮因素，並為建立信用評等的指標體系提供初始依據與框架。而體現信用評等要素的具體項目，一般用指標表示，可以透過分析企業信用管理的業務流程來篩選指標。具體信用評等指標體系如圖 4-9 所示。在該指標體系，重點放在定性指標上，是因為買方市場條件下，銀行一般較難拿到企業客戶的真實財務數據(主要是未上市的中小企業)，因此只有重點依賴業務人員為主的一線人員，通過他們與客戶的經常性接觸而累積的經驗來判斷客戶的信用水平。若能取得客戶的財務數據，則可與定性判斷結果相結和，彌補其不足，以便得出更為合理的評價。且以美國 3 大信評機構為參考，他們主要認為信用分析基本上屬於定性分析，雖他們也重視不少定量的財務指標，但最終結論還要依靠信用分析人員的主觀判斷，最後由評等委員會投票決定。

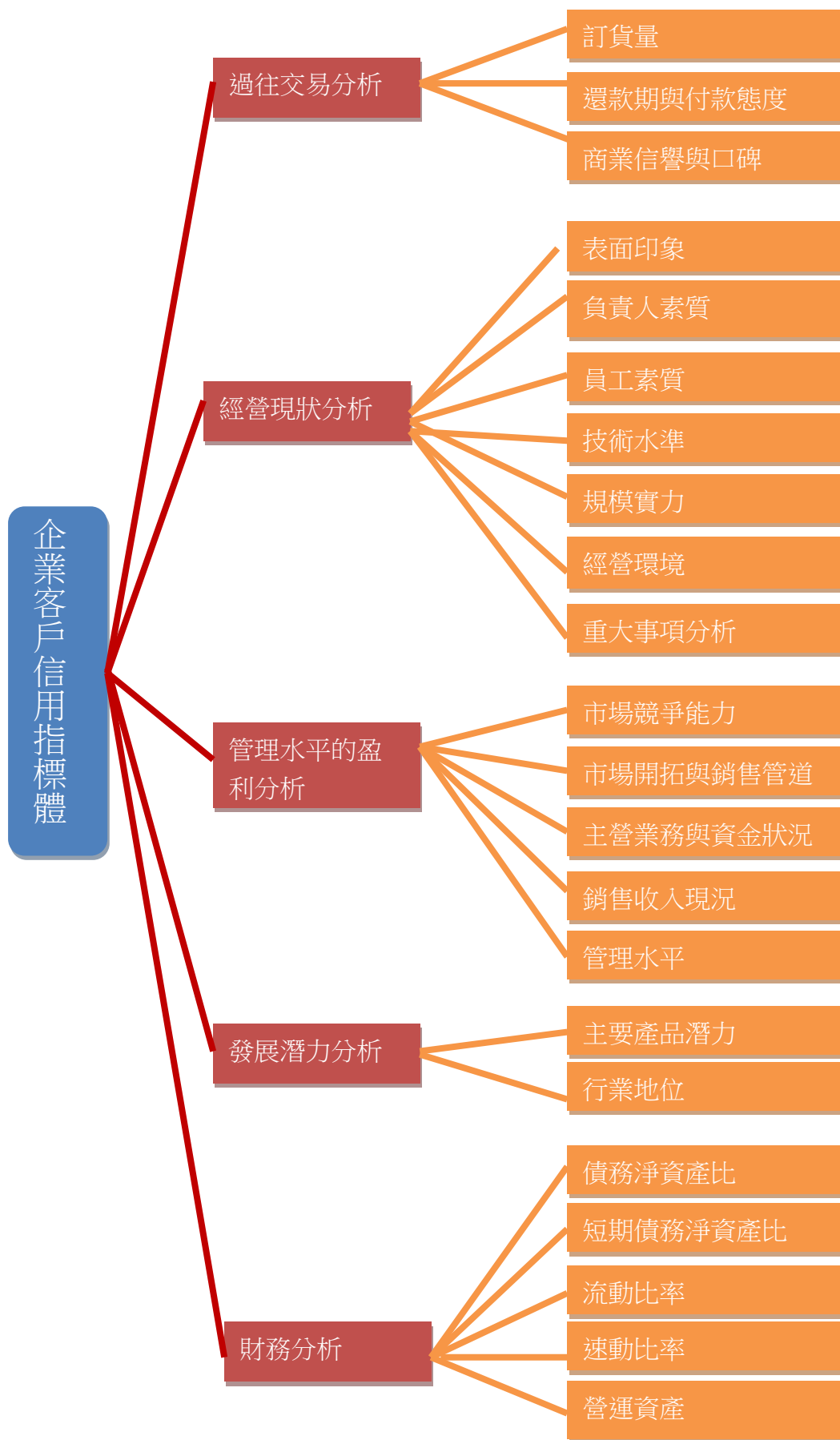


圖 4-9：信用評等指標體系圖

### 三、銀行的內部信用評等<sup>29</sup>

內部評等法(Internal Rating-based Approach, IRB Approach)為 Basel 銀行監理架構中的關鍵因素。尤其基於內部評等之資本架構對銀行風險更具敏感性，且提供業者改進風險管理的誘因。此外，由於內部評等可能包括外部信評機構無法獲得的客戶資訊，因此能更精確地衡量信用風險。雖然各金融機構的內部評等系統不盡相同，但一般包括債務人評等(Obligor Rating)及授信(如放款)評等(Facility Rating)兩種。前者代表債務人未能按時償還的違約機率(Probability of Default)，後者衡量授信之預期損失(Expected Losses)。內部評等系統的應用範圍除協助法定資本的設定外，亦為授信核准、信用限額、授信訂價、放款損失提撥、誘因基準報酬、獲利能力及管理申報等不可或缺的資訊。

#### (一)內部評等定義

內部評等(Internal Rating)係對隱含於個別授信之風險所作的一彙總指標。此評等乃根據債務人(如借款戶)及授信特徵的量化與質性資訊，對債務人未能履約償還之損失風險所作的彙總評估。同類曝險一般視為具有相同特定且可衡量損失的特徵(Characteristic)，此等特徵為違約機率、違約後授信損失(Loss Given Default)、違約時曝險水準(Exposure at Default)、預期損失(Expected Loss，為前述三個變數的函數)、及非預期損失(Unexpected Loss)等，而評等系統(Rating System)則包括評等過程中所有因素，如損失衡量概念、曝險風險評估法、主要人員職責與評等資訊之內部應用等。此外在改善風險基準的績效衡量及經濟資本分配上，評等系統也扮演一重要的角色。然銀行業並無單一或標準的信用風險評等系統，不同銀行採用不同的評等系統，其主要原因是：(1)各銀行評等系統依賴量性(可衡量)與質性(不易衡量)風險因子的程度不同；(2)各銀行的授信文化與歷史經驗在評等系統及

<sup>29</sup> 主要參考黃仁德(2002)，銀行的內部信用評等及其應用，存款保險資訊季刊第 15 卷第 3 期。

信用風險管理過程中的重要性互異；(3)各銀行對於每一交易之複雜性及透明度的觀點不同；(4)各銀行對量化損失特徵之困難度的反應不同；(5)各銀行對評等資訊及風險衡量在風管應用或其他用途上的觀點不同。

由於各銀行的評等系統不同，其內部評等基準法的發展也因此互異。舉例來說，首先，銀行可依賴一維或多維的評等系統，如在雙維評等系統下，某銀行除對債務人有一借戶評等(Borrower Grade)以反映其到期債務的違約風險外，另對於放款基於交易特徵也有一授信評等。其次，內部評等過程可能基於有經驗授信行員之主觀、廣泛的標準，亦可基於客觀、特定的財務比率及金額之標準。再者，即使採用客觀及特定的標準，此等標準可能經由傳統的財務分析來實施，但亦可經由正式的統計模型來實施。

## (二)內部評等過程

內部風險評等的過程即如圖 4-10 所示(引用自黃仁德(2002))。首先，決定評等考慮因素；接著，再依評等標準、放款核准過程中所提出的初步評等、及核准過程指定最終評等，來決定風險評等，此評等包括量性損失特徵與一般質性特徵。而風險評等決定後，必須繼續輔以監控過程及信用與放款的覆審。

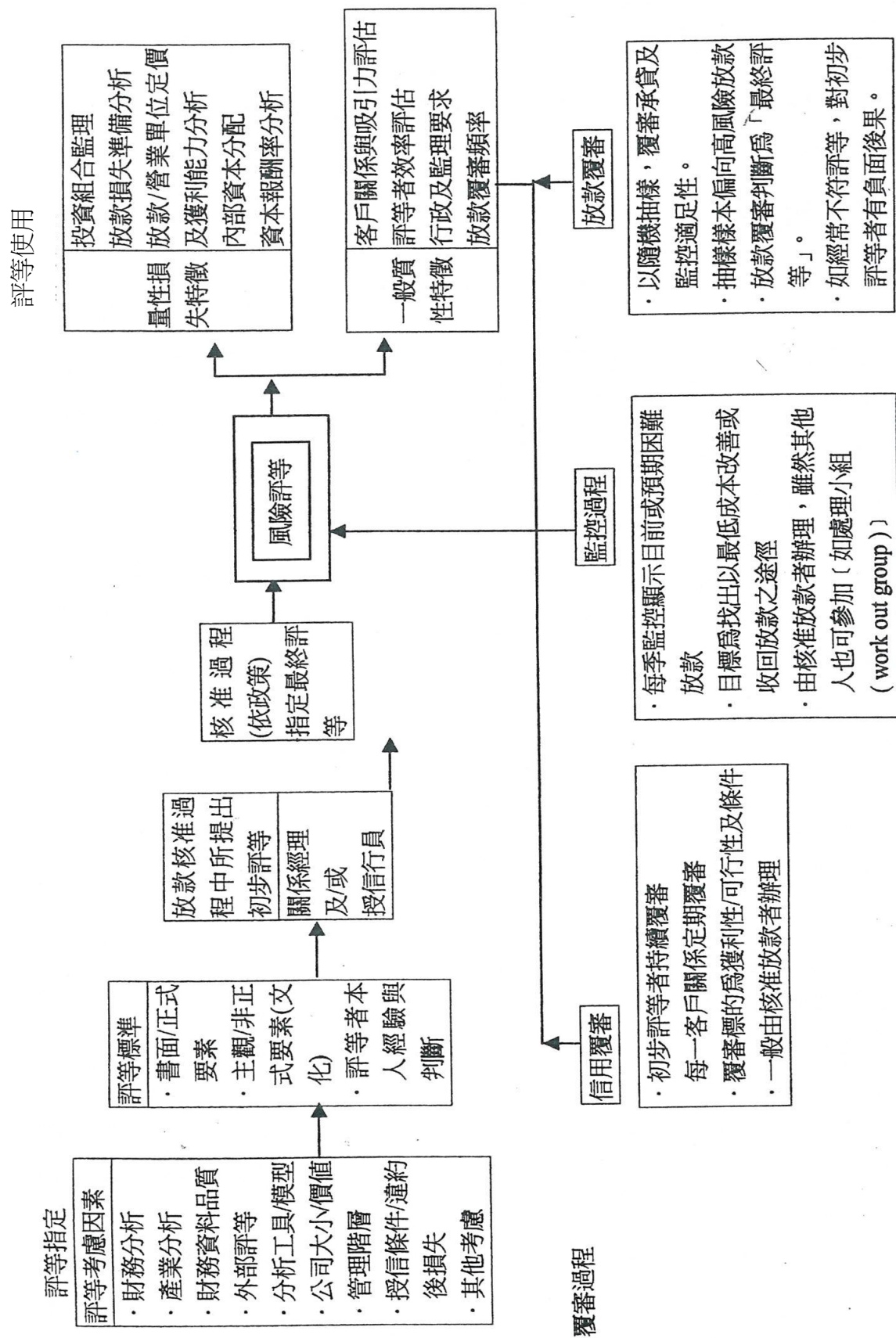


圖 4-10：內部風險評等流程圖

### (三)評等系統結構

內部評等系統受多種因素影響，如評等資訊用途及銀行對授信資產損失的處理。以下將就其主要組成項目分成良好資產的評等級數、受損資產的評等級數、評等曝險分配、及債務人評等或授信評等等四項予以說明。

- 1、良好資產的評等級數：銀行通常將曝險區分為良好品質曝險及受損曝險兩種，後者指具有潛在缺失而需管理部門密切注意的資產。一般來說，受損曝險評等的平均級數為 10 種(包括輔助等級如加減(+/-)號)，而評級的範圍一般介於 2 到 20 之間。有時銀行選定評等級數與外部信評機構之評等級數一致，以便加以比較分析。
- 2、受損資產的評等級數：問題資產等級的平均級數為 3，通常分成低於標準、回收可疑及損失等三類，評級的範圍一般從最高的 6 級到最低的 0 級。
- 3、評等曝險分配：根據黃仁德(2002)的調查結果，平均最多 30%的曝險落入同一評級，顯示大多數銀行相信其評等系統能夠適當的區分風險。
- 4、債務人評等或授信評等：銀行評等系統結構的一個關鍵要素乃評等是基於債務人或授信交易特徵，或包括兩者在內的彙總風險指標。根據黃仁德(2002)調查，銀行大多數採行明顯債務人特徵，即對債務人指定一評等以反映其可能的違約風險。然過半數銀行也考慮授信交易的風險，約有 1/3 的銀行採用 2 維評等系統以包括債務人和授信交易兩者的評等。根據此法，對同一債務人不同授信的授信評等可能不同(因其授信特徵不同，如徵取擔保品、償還順位、或放款其他結構不同)。有些銀行表示授信評等是基於債務人評等，再根據授信交易特徵，以調升或調降債務人評等級數。也有銀行於指定的債務人評等外，再根據違約後損失評等，以評

估違約後的每一授信交易之回收率。

#### (四)評等主要考慮的風險因子

評等主要考慮的風險因子可分為債務人評等及授信評等兩方面說明。

##### 1、債務人評等主要考慮的風險因子

所有銀行均會考慮借款戶的資產負債表、損益表以及現金流量表，以決定債務人的評等。依賴統計違約模型，銀行使用特定的財務資訊(如特定財務槓桿、債務償還及其他比率)；而以專家判斷為主的銀行，可由評等者決定所需資訊。此外借款戶管理階層的經驗即能力，亦是採用專家判斷基準的銀行所列入重要考量的因素。有時所有權結構、信譽、財務資訊品質、放款目的、環境汙染責任、及對借款戶求償等，也納入衡量因子。

##### 2、授信評等主要考慮的風險因子

所有銀行在從事授信決策及信用風險管理的過程中，均將授信特徵列入考量。此處授信特徵指第三方保證、擔保品、債務償還優先順位等，多數銀行對此種授信特徵給予一授信特徵評等。當考量授信特徵評等時，多數銀行對於「保證」允許更改其授信評等，方式為有效移轉借款戶風險至第三方保證人，或採用債務人評等或保證人評等兩者中較佳者。有價證券及實物(如不動產)等型式的擔保品一般被視為減低授信損失嚴重性的因子，而有助於改善其授信評等。有些銀行也將提列放款損失準備決策明示地列入授信評等的考慮因子之一。

使用內部研發之統計違約模型的銀行，經常採用統計區分(Discriminant)、羅吉斯基準(Logit-based)、或古典信用評分(Classical Credit Scoring)等技術。此等銀行通常利用內部資料，但也有仿效外部信評機構評等過程者。絕大多數銀行指出，只要有外部評等，該外部評等在決定銀行的內部評等時，均列入考慮。



#### (五)評等的損失特徵

內部評等的損失特徵(Loss Characteristic)估計，係指與債務人或授信有關之可量化損失概念，如違約機率、違約後損失、預期損失等。此等損失特徵估計值有助於：1、銀行精確定價、獲利能力及績效的分析；2、放款組合結構與移動監控；3、放款損失準備提列；4、組合信用風險投入及經濟資本分配過程；5、評估評等標準之精確性及一致性。內部評等系統依賴某些標準以提供債務人、授信風險、或損失特徵資訊。然而各評等損失特徵的估計過程，除債務人或授信資訊外，尚須各類評等的歷史損失經驗。銀行可分析內部各類資產的損失經驗或利用外部信評機構公布的損失經驗。以違約時曝險的估計來說，若以放款承諾為例，違約時曝險等於實際已提取金額加上承諾但未提取曝險乘上一個因子。違約曝險主要決定因子包括目前已提取金額、承諾額度、授信結構、債務人評等。然因外部資料有限，銀行相當依賴內部資料與研究來估計違約時曝險。

#### (六)小結

內部評等資訊在風險管理、管理申報、風險限額及損失準備的提撥上廣為應用。此外內部評等也成為經濟資本分配決策的基礎，並在複雜的績效衡量、投資組合管理及授信定價方面作為投入因子。

### **四、總結**

開發信用評等模型的目的僅為判斷客戶風險程度，若要於銀行日常業務執行使用，須考量其他行銷面、財務面、法規面、作業面等因素，方能切合實際業務需求，將全體客戶切分為性質有明顯差異的客群。在分析並瞭解各客群所具備的性質後，銀行即可分別制定適當之行動策略，以有效達成業務目標。信用評等模型可廣泛運用在信用風險管理業務上，惟依據其開發類型與目的，各有其適當應用範圍，整理如表 4-14 所示。

表 4-14：信用評等模型種類及其應用

信用評等模型	應用範圍
申請評分卡	申請準駁依據、初始額度給與、風險定價及預借額度給與等。
行為評分卡	風險定價、預借額度給與、期中覆審依據及超額額度給與等。
催收評分卡	延滯客戶催理等。

最後就依賴專家判斷的傳統授信方式與利用信評模型的授信方式進行比較，彙整於表 4-15。由此表觀之，不難發現為何大多數銀行會開發信用評等模型並將之利用於業務上之原因。

表 4-15：傳統授信與信評模型之比較

比較項目	傳統授信	信評模型
節省徵審時間	12.5小時~2週/每件	低於1小時/每件
減少主觀判斷	標準因人而異，受過去經驗影響大	標準一致
考量之風險因子	較少	較多
正確性	正確性可以很高但審件速度較慢或是需增加人力成本 審件速度可以很快但正確性通常不高	正確性高且速度快
決策支援	支援程度不高	放款核准、期中管理、催收策略、額度管理
資產證券化	資產品質較難認定，可行性降低	資產品質較容易認定及分類，可行性高

資料來源：參閱自本院金融訓練發展中心資料。

## 第五章 金融海嘯後金融機構使用信用評等方式探討 及其影響

### 第一節 金融海嘯後各國信用評等機構管理法令修正概況

金融海嘯發生，信評機構沒有發揮預警效果，諾貝爾經濟學獎得主、美國普林斯頓大學教授克魯曼（Paul Krugman）認為，信評失效主要是因為「結構上」的問題，即被評等的金融機構付錢要求提供評等。包括標準普爾、惠譽等信評機構的評等報告向來是投資人了解產業風險的重要依據，但這次金融海嘯卻暴露信評機制的不完善。例如雷曼兄弟倒閉前，標普給予的評等為A，預警制度成效不彰，克魯曼表示現在有太多複雜的金融商品，信評角色非常重要，但端看他們是否願意了解新商品。克魯曼強調，對信評機構採取嚴格的監督是解決問題的一個方法。此外，法規制度過份強調對外部信用評等的依賴也被認為是信評產業的一大問題。因此，本節分別就一、歐盟對信評機構的加強監理與規範；二、美國對信評機構的加強監理與規範；三、我國信用評等機構監理與規範之修正；四、減少對外部信評機構評等依賴之討論；五、我國金融業依賴外部信用評等現況作說明。

#### 一、歐盟對信評機構的監理與規範<sup>30</sup>

歐洲議會及歐盟理事會於2009年7月14日通過管理信評機構規章，以強化對信評機構之管理。主要內容包括：

##### (一)註冊及退場機制

##### 1、單一註冊程序

該規章採用單一註冊程序，以利遵循。信評機構應向歐洲證券管理委員會(Committee of European Securities Regulators, CESR)提出申請，委員會收到申請資料後將轉送信評機構登記所在會員國之主管機

<sup>30</sup> 參閱自中央銀行 2010 年全球金融危機專輯第十二章美國及歐盟產業之發展與監理變革。

關，經核准後即可通用於歐盟其他會員國，亦即業經註冊之信評機構可在其他歐盟會員國發布信用評等。

## 2. 退場機制

信評機構應為其提出之評等意見負責，如果確有重大業務疏失或不符合規定者，將可能面臨歐盟制裁，並失去在歐盟27國從事評等之資格。

### (二)對信評機構之要求

- 1、信評機構應設置董事會，以確保獨立之信評過程不受外在政治及經濟之影響或限制。董事會至少須有三分之一獨立董事(不得低於兩位)，獨立董事不得涉及評等作業，亦不得依據公司之績效領取薪酬。獨立董事之任期不得超過5年，且不得連任，除行為失當或專業表現不佳外，不得任意解任。董事會主要成員(包括獨立董事)應有足夠之金融專業知識；辦理結構型商品之評等，至少須有一位獨立董事及另一位董事在該領域具備厚實之知識及經驗。
- 2、信評機構應建立嚴謹之信評政策、作業程序、風險評估及法令遵循等機制，以確保機構之運作符合相關規定及評等之正確性。
- 3、法令遵循人員應定期向高階經理人及獨立董事報告守法性之執行情形，其領取之薪酬應與公司績效無關。
- 4、信評機構應建立獨立於業務部門以外之檢視機制，定期檢視其評等採用的方法、模型及主要假設之妥適性，並向董事會報告。

### (三)對信評作業之要求

- 1、信評機構應確認、消除、管理及揭露可能影響評等結果之任何實質或潛在利益衝突情形。
- 2、信評機構或對評等結果有影響之個人，與受評等客戶或其有關之第三人(related third party)有直接或間接之關係時，信評機構不得對其發出任何信用評等；若已經辦理信用評等者，應即時公開其可能受影響情形。

- 3、信評機構不得對受評等客戶或其有關之第三人提供顧問或諮詢服務，如市場預測、經濟趨勢評估、訂價分析及資料分析等。
- 4、發布之結構型商品信評等級，不得有評等分析師正式或非正式之保留意見。
- 5、應妥善留存與評等有關之紀錄及稽核軌跡。

#### (四)提出信評等級之規定

##### 1、一般義務

信評機構應清楚說明決定信評等級之方法。發出信評等級12小時之前，應通知受評實體(rated entity)有關評等結果及其主要理由，使得受評實體有機會發現信評機構任何錯誤。信評報告應對外公開，投資人可直接透過網路下載。

##### 2、對結構型商品評等之義務

信評機構應盡善良管理人之職責評估結構型商品，並提供該金融商品有關之損失、現金流量概況及任何改變信用等級之資訊。對結構型商品與其他金融工具之信評等級，應採用不同之代號。信評機構發布結構型商品之信評報告，應同時揭露其採用之方法、模型及重要假設，內容應明確且易於瞭解。

#### (五)揭露之規定

##### 1、一般揭露

信評機構應揭露利益衝突情形、提供顧問或諮詢服務清單、發布信評等級之政策及關鍵性之評等假設(如數學或相關性之假設)。

##### 2、定期性揭露

信評機構應每6個月定期公布評等類別之歷史違約率數據，以及區分主要地區發行人與類別之歷史違約率是否隨著時間而改變；此外，應每年公布對信評機構營收貢獻度最高前20大客戶清單等。

##### 3、透明度報告

信評機構每年應提供：(1)其法律架構及所有股權之資訊；(2)內

控機制、紀錄保存及輪調政策之說明；(3)內部審查其法規遵循結果；及(4)區分營業收入中屬於信評及非信評業務之財務資訊。

## 二、美國對信評機構的監理與規範<sup>31</sup>

### (一) SEC修改NRSROs監理細則(Rules for NRSROs)

SEC於2009年2月2日參考對三大信評機構檢查結果與各方意見，修改NRSROs監理細則，以強化信評程序及方法之完整性。主要內容包括：

#### 1、信評機構應增列及留存之紀錄(Rule 17g-2)

- (1)對以資產池等為基礎之證券或貨幣市場工具之評等，若量化模型係決定其信評等級之重要工具，則該模型顯示之評等意義與最後發出之信評等級有任何不同時，應記錄其原因。
- (2)留存現有評等案件之歷次評等結果(如首次評等、續後升級或降級)及日期。
- (3)受評標的之債務人、發行人及承銷機構等對信評分析師決定、維持、改變或撤回信評等級之意見。
- (4)「發行者付費」經營模式之每一類信用評等個案如達到500件以上者，應就每一類信評總件數隨機抽樣10%，以XBRL(eXtensible Business Reporting Language)格式，於其公司網站公布該等評等個案之相關評等資訊。

#### 2、信評機構應提交之報告(Rule 17g-3)

NRSROs應向SEC提交其會計年度之升級、降級、信用觀察及撤回評等案件之報告。此外，NRSROs應出具經有權人員簽署之聲明書，以證明提交之財務報告在所有重要領域已允當表達。SEC規定NRSROs應製作保存相關紀錄及提交報告，以確保監理功能之發揮。

#### 3、增列利益衝突之禁止事項(Rule 17g-5)

---

<sup>31</sup> 參閱自中央銀行2010年全球金融危機專輯第十二章美國及歐盟產業之發展與監理變革。

- (1)禁止信評機構或其關係人對受評債務人或債務證券提供如何取得其所欲信評等級(desired rating)之相關建議。
- (2)決定信評等級或核准採用某一方法(包括質化及量化模型)以確定信評等級之人員，禁止參與評等費用之討論。
- (3)決定信評等級之人員收取受評標的債務人、發行人及承銷機構等之餽贈(包括接受招待)合計金額不得超過25美元。

## (二) SEC公告將增修監理NRSROs法規

SEC於2009年9月17日投票通過，將增修法規以強化對信評機構之監督，研擬之措施將公告60天，接受各界提供意見。主要修法重點如次：

### 1、揭露評等歷史，以提升評等資訊透明度

要求NRSROs揭露其評等行動之歷史資訊，包括評等調升、調降、維持不變及撤銷等。

### 2、確保參與競爭之NRSROs能取得相似資訊，加強同業競爭

結構型商品安排機構除提供資訊予所委託之NRSRO進行該等商品評等外，對有意參與該等商品評等之其他NRSROs，亦應提供相同資訊，以強化NRSROs間之競爭。

### 3、強化信評機構法令遵循制度

NRSROs應向SEC提交最近一年之法規遵循檢視報告，內容包括法令遵循主管(compliance officer)採取之檢視措施、所發現重要缺失及改善情形。

### 4、揭露更多有關潛在利益衝突之資訊

要求NRSROs揭露更多有關潛在利益衝突之資訊，如來自前20大信評客戶之收入占淨收入之比重，以及自每位付費評等客戶收取之其他服務與產品收入占淨收入之比重等。

### 5、修正與信用評等連結之法規，以降低對信用評等之依賴

目前部分法規與信用評等連結，例如規定投資標的須達NRSROs

信用評等一定等級以上，或一定信評等級以上資產可適用較優惠規定等，SEC將檢討修正上述法規，消除該等連結，以降低市場參與者對信用評等之依賴。

#### 6、揭露評等選購(rating shopping)資訊

證券發行人若曾取得其他信評機構之初步評等，亦即有評等選購行為時，須揭露該初步評等。

#### 7、取消NRSROs評等之免責條款

目前美國證券法(Securities Act of 1933)第436條第g款規定，證券發行申報書登載NRSRO之信用評等資訊時，不須取得NRSRO承擔證券法相關責任之承諾。為加重NRSROs之責任，俾提升評等品質，SEC研擬廢止該條款之適用。

### (三)眾議院金融服務委員會通過信評機構改革法案

美國眾議院金融服務委員會於2009年10月28日通過信評機構負責任及透明化之改革法案，將推動立法程序。主要內容如次：

#### 1、強化信評機構經營管理責任

明訂個人有權對NRSROs提出訴訟，以強化NRSRO之職責。同時，該法案亦澄清SEC或任何州因受限制而不對信用評等內容或評等方法進行監理，並不能作為對抗反詐欺民事訴訟之辯護理由。

#### 2、信評機構本身之監督職責

NRSROs內部管理人員應督促其職員遵循相關法令；若內部管理人員無法確實執行其職責，SEC可對其進行懲處。

#### 3、強化獨立董事機制

NRSRO之董事會至少應有三分之一的獨立董事，以監督其信評政策及作業程序，防止利益衝突及改善內部控制等。

#### 4、減少利益衝突情形

除建立獨立董事制度外，該法案將增訂法規以減輕發行者付費模式產生之利益衝突問題，並大幅加重NRSROs法規遵循主管對利益衝



突問題之責任。

#### 5、更多資訊揭露

投資人將可取得更多有關NRSROs內部作業程序之資訊。此外，民眾亦可獲知更多有關NRSROs如何收費之訊息。

#### 6、旋轉門限制(revolving-door protections)

NRSRO員工離職後轉任受評企業時，NRSRO應檢視該員工離職前一年內所參與之評等案件，以確認其作業程序及評等結果之妥適性，且向SEC報告該離職員工姓名；SEC並應將該等員工轉任資訊對外公布。

### 三、我國信用評等機構管制予規範之修正

我國信用評等機構的主管機關為行政院金管會下的證券期貨局，而主要規範的法令為民國86年4月30日發布的「信用評等事業管理規則」，該法規曾在民國91年進行修正，最新一次修正為民國99年10月28日，新增四條條文，本管理規則之條文數從24條增加至28條。為配合該管理規則，於民國100年1月31日並修正「信用評等事業章則應行記載事項」，以落實該管理規則之要求。回顧民國99年法規係因國際間在金融風暴後，分別強化信用評等事業監理；我國主管機關及立法者為顧及信用評等品質並健全評等事業之發展，遂參酌國際監理規範，再衡量我國評等產業現況，進行此次修正。由此可知，我國主管機關及立法者，意識到目前國際上對於評等機構關切。在規範之實質內容部分，有以下重點：

#### (一)強化信用評等事業揭露資訊—新增第15條

法規要求信用評等機構應將特定資料公告於其網站，其公告內容包括營業報告書、信用評等結果、信用評等方法、信用評等關鍵性假設，前述三者內容僅限於對外使用之信用評等。信用評等結果之發布、中斷或變更亦須公告，且必須連同過去五年之歷史評等結果一併

公告。此外，當評等標的為結構型商品，或係由評等機構主動提供之評等，必須採取適當標示以為區別。亦即，在此部分，修正後之條文強調信用評等機構須揭露更多資訊給大眾知悉。

#### (二)健全信用評等事業內部控制制度—修正第16條

要求評等機構的內部控制及內部稽核制度，除依照原有規範296進行外，並應包含下列內容：評等委員會運作、評等模型與評等方法之適當性、評等紀錄之保存、評等獨立性之遵循制度與執行、依照前條進行公告作業之控制。亦即，在此部份之修正，法律要求評等機構之內部控制做得更加詳細及完善。

#### (三)強化信用評等結果可靠性—修正第16條

要求評等機構中之評等委員會，應定期檢視信用評等模型及其方法的適當性；並應於受評標的資產風險特性改變時，重新評估評等結果之適當性。由修正內容可知，法規要求評等機構定期審視其評等模型、方法及評等結果適當性，以達到評等結果更加可靠目的。

#### (四)防範利益衝突—修正第21、第22、第23條

第21條與利益衝突有關者是禁止評等機構針對關係企業，或提供附隨業務者進行評等。第22條則是要求評等委員會成員，在特定情況下進行迴避。應迴避情況有：評等委員本人或配偶為發行機構、創始機構、安排機構或承銷商之受僱人、經理人、負責人、投資人，或曾為受僱人但解職未滿兩年。此外，委員本人或配偶任職之機構與前述機構互為關係人，或委員本人為受評機構或發行機構之會計師，亦預迴避。第23條為新增加對於評等委員行為之限制，包括不得藉由其職務所獲得之資訊進行交易、不得洩露資訊、不得發布無分析基礎或無合理根據且足以影響市場之資訊、不得參與結構型商品的設計及建議、不得收受不正利益，或者不得參加評等費用討論協商及安排。關於此次法律修正，第21條部分係限制評等機構之利益衝突，第22及第23條則是限制評等委員(或本文所稱之評等分析師)利益衝突。

- (五)評等資料之保存—新增第25條：要求評等機構應將評等之相關資料，至少保存五年。
- (六)財務業務檢查—新增第26條：主管機關(金管會)得隨時要求評等機構提出相關資料，並進行財務業務檢查。
- (七)修正評等事業發起人、董事、監察人或經理人消極資格—修正第6條
- (八)修正信評機構申報財務報告期限，縮短為三個月—修正第14條

#### 四、減少對外部信評機構評等依賴之討論

##### (一)金融穩定委員會

1999年4月7大工業國(G7)在瑞士巴賽爾會議上決議成立金融穩定論壇(Financial Stability Forum)，以透過加強金融監管方面訊息交流與合作，進而促進全球金融體系穩定。2009年4月，由於金融風暴重創全球經濟，20國集團(G20)於倫敦高峰會上通過，將原金融穩定論壇改為金融穩定委員會(Financial Stability Board)，並於6月27日正式開始運作。金融穩定委員會權責包括評估全球金融系統優缺、監督各國金融體系進行改革、促進各國政府交換相關訊息、建議並加強合作，及為跨境風險管理制訂解決方案等。金融穩定委員會成員機構包括24國央行、財政部等政府機關及主要國際金融機構和委員會，委員會主席為義大利央行行長Mario Draghi，旗下又分為風險評估委員會、監管合作委員會及標準執行委員會等3大常設委員會，並由前國際清算銀行(BIS)總經理Andrew Crockett、前美國聯準會副主席Roger Ferguson及主席Draghi兼任。

2010年10月金融穩定委員會提出幾個準則，主張降低對信評機構評等依賴之原則，包括：

準則 I：降低在標準、法規及管制上對信評機構評等之依賴，主

張標準制定機構及管制當局必須評估各種標準、法規及管制上對信評機構評等之依賴，且研判移除相關規定或以其他合適的信用標準取代的可能性。

準則 II：降低市場對信評機構評等之依賴，銀行、市場參與者及機構投資人應具備自己的信用評估方法，而不是設定依賴外部信用評等的機制。企業應確保有專業及足夠資源管理其信用風險，外部信用評等僅能當作風險管理的一個投入項目，亦即不能僅依賴外部信用評等進行信用風險評估。此外，企業須公開揭露其信用風險評估的方法與風險管理的投入項目。而主管機關則須評估企業的風險評估程序是否恰當。

準則 III.1：中央銀行操作，主張中央銀行應該能自行對核准在金融市場操作的金融工具作信用評估，且不管是做為抵押品或是買賣斷交易的金融工具。此外，中央銀行的政策應避免機制上造成對金融工具的不必要干擾與大幅變動，甚或造成懸崖效果。

準則 III.2：銀行的審慎監督，主張銀行不能在機制設計直接依賴外部信用評等作資產信用評估，亦即銀行必須具備自行評估信用風險及其他金融工具相關風險的能力，且此評估方式須達到主管機關的要求。

準則 III.2.a：要求規模較大及商品較多元的銀行不論係投資或交易為目的而持有之商品，均須自行評估其信用風險。且為確保信用風險管理足夠，要求銀行須增進其內部信用風險評估能力。主管機關須提高銀行發展內部信用風險評估模型之誘因，且提高巴塞爾資本要求中使用內部評等法的比例。為達成此目標，主管機關須增進其監督與執行企業訂定內部信用政策的能力。

準則 III.2.b：規模較小及商品較不複雜的銀行雖然沒有足夠的資源對所有的投資進行內部信用風險評估，但仍不能僅依賴外部信評機構的評等，且須公開揭露其風險評估的方法。這類銀行須了解其整體

資產負債表的信用風險，進而了解曝險程度對銀行績效造成的影響，且對持有金融商品的複雜性及其他特性均須進行風險評估。

準則 III.3：針對投資管理者與機構投資人訂定內部限制及投資政策，投資管理者與機構投資人不能在機制設計直接依賴信用評等作為資產信用評估，此原則涵蓋的投資管理者與機構投資人包括貨幣市場基金、退休基金、共同基金、投資公司、保險公司、證券公司等。

準則 III.3.a：投資管理者必須針對投資的複雜性及其它特性進行對等程度的風險分析，且須衡量投資的曝險程度，甚或排除此項投資。投資管理者須公開揭露其風險管理的方法及信用風險評估的程序等相關資訊。

準則 III.3.b：高階管理人及機構投資人之董事有職責能確保投資商品的信用及其他風險的內部評估，且投資管理階層有能力對投資工具瞭解並清楚其面對之風險，而非直接依賴信評機構的評等。高階管理者、董事及信託業須確保完全公開揭露信評機構的評等如何應用於其信用風險的評估程序中。

準則 III.3.c：管理當局應設計能使投資管理者及機構投資人願意避免使用信評機構評等來評估信用風險的誘因。亦即，管理當局應增進投資管理者的預測及執行穩定的內部信用風險評估之能力。

準則 III.4：私部門保證金協議。市場參與者及其交易對手不能直接使用交易對手或交易對手之抵押資產的信用評等等級變動而要求衍生性金融商品及證券融資交易之保證金協議的抵押品贖回。

準則 III.4.a：監督者須檢視市場參與者與交易對手的保證金政策，以防範過度的依賴信評機構的評等。

準則 III.5：有價證券發行單位的揭露。有價證券發行單位須揭露能使投資人做出獨立的投資決策的整體、即時的訊息，以及所發行證券的信用風險評估。若屬公開交易的有價證券，則相關訊息須公開揭露。

準則 III.5.a：標準制定者及管制當局須檢視任何要求揭露參考信評機構評等的標準、法規與管制，除故意要求投資人依賴信評機構評等的標準、法規與管制外，希望將揭露信評機構評等相關的標準、法規與管制，儘可能的移除或修正這些要求。

2011 年 11 月金融穩定委員會對 G20 報告強化金融穩定的完成進度，首先，關於標準制定機構(standard-setting bodies)強化金融穩定的進度包括：

- 1、巴塞爾銀行監管委員會(BCBS)指出 Basel III 的架構納入許多降低懸崖效果(cliff effects)及強調標準法以信用評等計算信用風險的不利影響，且提供信用風險降低的技術。此外，巴塞爾銀行監管委員會檢視證券化架構以減少評估自有資本時對信用評等的依賴，而此任務將在 2012 年進一步進行，最終希望達成 Basel III 降低對外部信用評等的依賴。
- 2、國際證券委員會組織(IOSCO)則指出檢視至今尚未發現任何證券市場相關準則需要修正以降低對信用評等的依賴，然而，仍將持續檢視國際管制中是否對市場參與者使用信用評等的管制。
- 3、國際保險監督官協會(IAIS)已經著手將降低依賴信評機構評等的準則轉換成對保險部門政策的建議，主要修正是加強要求保險公司對持有資產及交易對手做內部的信用評估，近來也開始不同評估方法的討論。
- 4、全球金融體系委員會(CGFS)計畫舉行工作坊讓央行分享央行使信用評等及降低對信用評等依賴的經驗。

其次，一些國家與地區的管理當局也已在法律與管制規定中，進行了降低依賴信評機構評等的各項作法。包括：

- 1、美國在多德法蘭克法案(Dodd-Frank Act)要求美國聯邦機構移除管

制中參考或要求依據信用評等之規定，且改以聯邦機構認為合適的信用標準代替。美國管制當局已經進行諮詢、提案且採取移除參考信用評等規定之部分法案。

- 2、歐盟執行委員會(European Commission)也針對銀行在 2011 年 7 月提案將銀行視為資本要求的提案，在 2011 年底也將保險公司、資產管理及投資資金部門納入。
- 3、日本也已經針對證券管制中使用信用評等部分進行檢視，且已移除證券登記過程中要求參考信用評等的要求。
- 4、墨西哥的金融當局也已修正金融機構的管制架構，以降低對信評機構評等的依賴。

## (二)歐盟

歐元體系在 2011 年 2 月針對歐盟執行委員會舉行與信評機構相關議題之公開諮詢會議所提出的問題(2010 年 11 月 5 日)，提出歐元體系的回覆，該諮詢會議共提出了 37 個問題，其中問題 1 至 15 與過度依賴外部信用評等相關，歐元體系表示支持歐盟執行委員會在降低金融市場與政府部門對信評機構信評的過度依賴的看法，且認為將減輕懸崖效果(cliff effects)對金融機構與市場的影響。歐元體系支持使用更多及大範圍的信用風險的指標來衡量信用風險，而非僅用一個信用風險衡量(即外部評等)。機制上的依賴單一信用風險指標或單一第三單位的風險評估的管制監督與市場機制應盡量避免。歐元體系與歐盟執行委員會達成的協議主要包含兩個支柱：1、要求金融機構進行自己的審查及內部風險評估。2、降低管制與監督機制對外部信用評等的依賴。

2011 年 5 月 11 日歐盟執行委員會修正信評機構的管制(CRA II)使歐洲證券和市場管理局(ESMA)成為歐盟唯一擁有信評機構監管權的單位，以達集中與簡單化其監督管理。文中提到信評產業存在的問

題分為六大類，包括：1、過度依賴外部信用評等機構造成資本市場的懸崖效果。2、主權負債評等的傳遞效果。3、信評市場的有限選擇與競爭。4、對於因為信評不正確導致投資人損失給予賠償的權利不足夠。5、發行體付費模式、信評機構股權結構等利益衝突問題可能破壞信評機構的獨立性。6、不夠穩定的信用評等的方法與程序。歐盟執行委員會將信評產業問題的來源、產生的問題及對全球金融市場造成的影響，以下圖 5-1 作一說明：



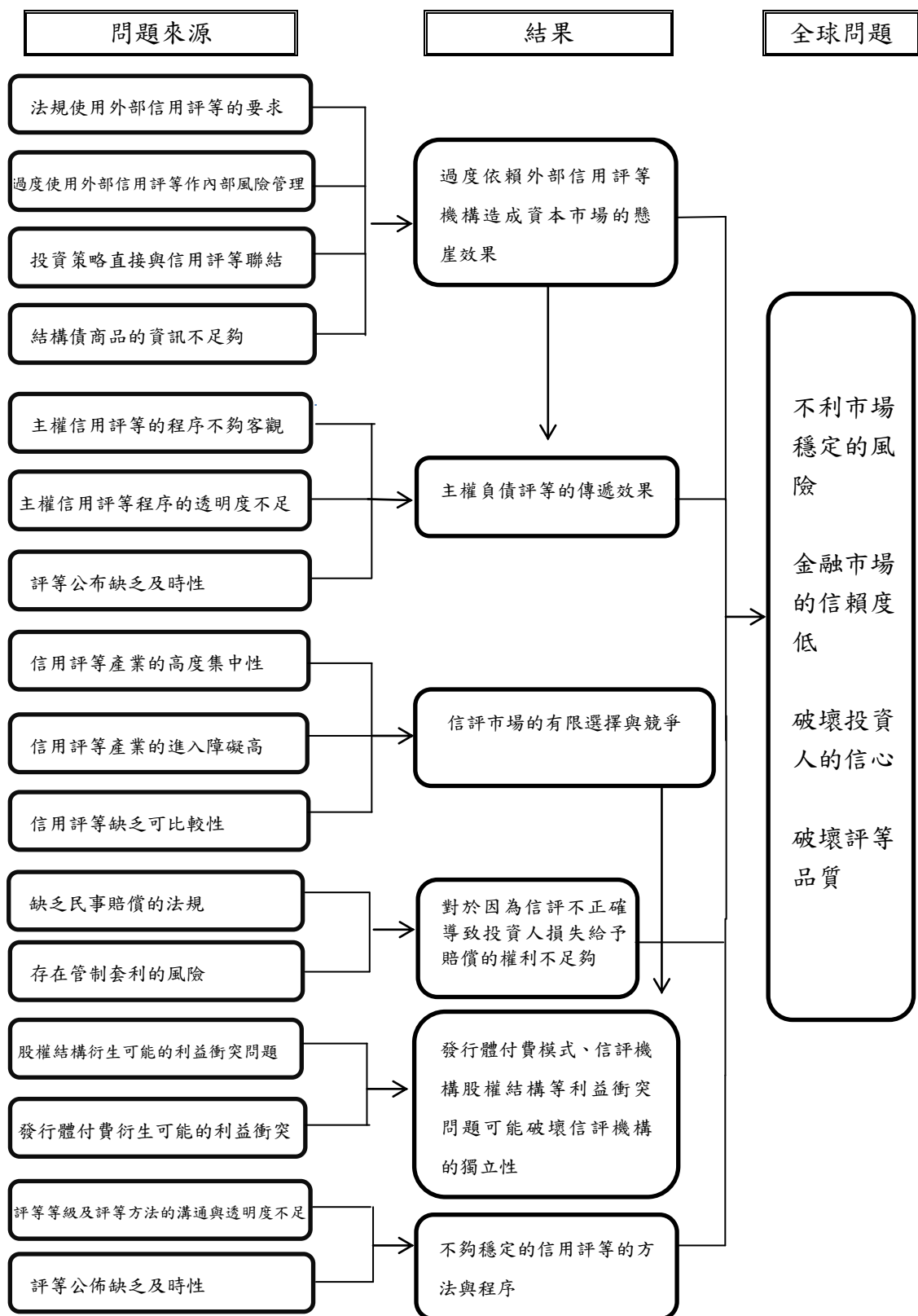


圖 5-1：歐盟執行委員會解決信評問題流程圖

針對上述的問題，歐盟執行委員會進行討論，且訂定目標為降低風險以達金融穩定的目的，且讓投資人及其他市場參與者對金融市場及評等品質有信心。目標之一為改善信用評等市場的環境進而改善信用評等的品質。下圖 5-2 說明委員會訂定的目標，包括特定目標及操作目標。

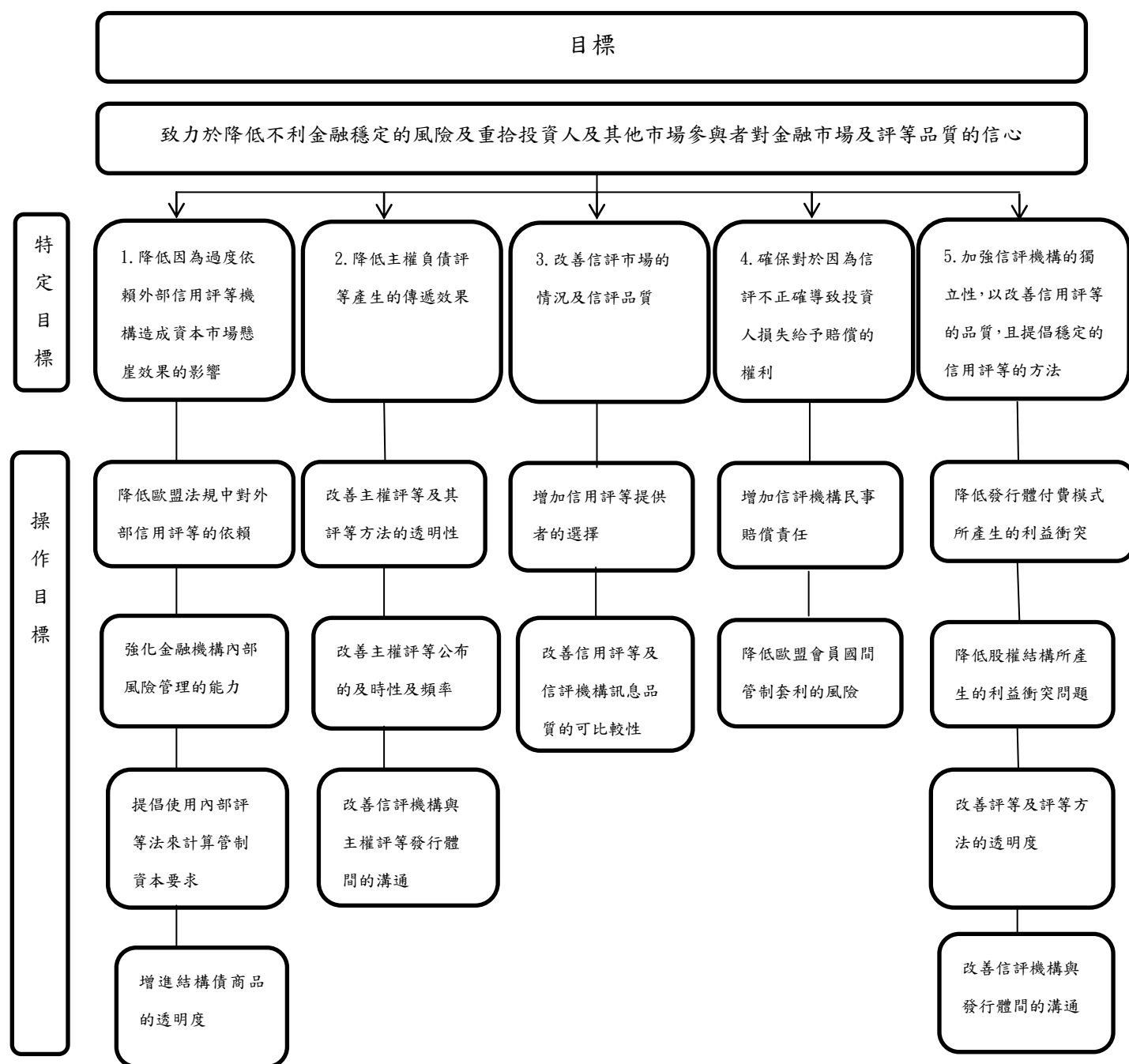


圖 5-2：歐盟執行委員會為降低風險所訂定之目標

承前述，以下就各個目標及其操作目標說明如下，且說明可能政策選擇及各政策造成的影響，包括對投資人、發行體、金融機構、信評機構、國家及管理當局等。而影響則分成 1、有效性，即達成目標的可能性。2、效率性，主要考慮為達成目標所採行政策將產生的成本。

**目標 1：**降低因為過度依賴外部信用評等機構造成資本市場懸崖效果的影響，其操作目標如下所述，而可能的政策選擇與各政策的效用與效率性則說明如下表 5-1。

- (1)降低歐盟法規中對外部信用評等的依賴；
- (2)強化金融機構內部風險管理的能力；
- (3)提倡使用內部評等法來計算管制資本要求；
- (4)增進結構債商品的透明度。

表 5-1：降低依賴外部信用評等政策選擇之效用及效率

	效用	效率
選項一：政策不變	不變	不變
選項二：藉由增進企業內部風險管理的能力及使用替代的信用風險評估模型作為管制依據，以降低對外部信用評等的依賴	<p>(++)減少過度依賴外部信評機構和懸崖效果，提高投資決策的品質，使從眾行為和投資泡沫化的可能性降低。</p> <p>要求承擔較大信貸風險的金融公司開發和使用內部模型法計算資本要求，將可減少對外部評等的過度依賴，降低懸崖效應。</p> <p>然而，如果內部和外部評級的相關性很高，或內部評等與外部評等並無差異時，則有效性將是有限的。</p>	(+)對於金融公司而言，將使其成本增加，但對金融穩定和企業本身卻是有利的。

	效用	效率
選項三：要求信貸機構、投資公司、保險和再保險事業使用一個以上的信評機構給予評等	(+/0)若不同的信評機構給的評等相同，則將使減少對外部信評依賴的效果受到限制。 (-)可能對信評市場的競爭造成潛在的負面影響，因投資者很可能在市場上選擇另一家大型現有的信評機構給予評等。	(-)解決過度依賴信評的效果有限，且增加市場參與者的承諾成本，並不是一個符合成本效益之選擇。
選項四：持續改善結構性金融產品發行的訊息揭露要求	(+)激勵企業更努力執行實質審查，但對降低對信評機構依賴的影響可能是有限的。	(+/0)除了有額外承諾成本外，還有為取得價格敏感訊息的間接成本。但仍是一個具有成本效益的選擇，因為此政策可將現有的信息提供給所有感興趣的各界。

註：(++)代表非常正面的影響效果；(+)代表正面的影響效果；(-)代表非常負面的影響效果；(-)代表負面的影響效果；(+/-)代表同時有正面與負面的效果；(0)維持基本情況。

**目標 2：**降低主權負債評等所產生的傳遞效果，其操作目標如下，而可能的政策選擇與各政策的效用與效率性則說明如下表 5-2。

- (1)改善主權評等及其評等方法的透明性；
- (2)改善主權評等公布的及時性及頻率；
- (3)改善信評機構與主權發行體間的溝通。

表 5-2：降低主權負債評等政策選擇之效用及效率

	效用	效率
選項一：政策不變	不變	不變
選項二：要求信用評級機構發布主權信用評級的完整報告及評等人員的配置	(++)主權信用評級的透明度將提高。 (++)投資者會更加了解的主權評級。	(++)研究報告的詳細信息將免費提供給市場上的投資人。 (-)信用評級機構將面臨利潤下降，因為他們將無法交易主權評等所需的基本或詳細的資訊。
選項三：要求評級機構在歐盟的交易所收	(++)將避免在敏感的時期公開評級，且主權信用評級發生傳遞效	(0)此項措施將影響評級公布的時機，而不會對信用評

	效用	效率
盤後發布主權評級	果的影響將降低。 (-)在歐盟以外的司法管轄區的交易場所此措施可能無效。	級機構帶來額外的成本。
選項四：要求信用評級機構更加頻繁進行主權債務評級評估	(++)傳遞效果和外溢效應的風險將會減少。	(+)更加頻繁的執行評等程序將使信評機構增加的額外費用有限。
選項五：延伸主管機關(ESMA)的權力到審查評等方法	(++)主權信用評級的透明度和品質將提高。	(+)主管機關審議評級所增加的額外費用有限。 (+)額外要求評等程序將使信評機構增加的額外費用有限。
選項六：要求各國將對經濟表現造成影響的數據標準化並予以公佈，始協助進行信用風險之評估	(+)容易取得主權評等所需的資料且投資人自行評估主權風險的能力增加。	(-)為使主權訊息品質的可靠性提高，產生的法規訂定的成本增加。
選項七：給予 ESMA 權限在特殊情況下限制或暫時禁止主權債務評級的發佈	(++)主權評級的傳遞效應風險將減少。 (+)主權信用評級的準確度和品質將改善。 (-)不利的市場反應的風險提高。	(0)採取此措施沒有涉及額外的直接成本。
選項八：鼓勵現存且獨立的歐盟組織或促進一個全新的歐洲信用評級機構發行主權債務評級	(++)提供一個現有的商業主權評等外的另一個選擇，以增強金融穩定性	(+/0)建立新的歐盟信評機構(使用公共資金情況)的額外費用。 (+)在歐盟現有架構下建立進行評級活動所需要的專家/技術基礎設施，其必須的額外成本有限。
選項九：禁止主權債務評級	(+)對主權評級的依賴將減少。 (-)歐盟以外的司法管轄區主權評級的持續發行的有效性將受到限制。	(- -)投資者尤其是小投資公司和小額信貸機構面臨建立自己的風險評估能力的成本。 (-)信評機構將失去一個重要的收入來源。

註：(++)代表非常正面的影響效果；(+)代表正面的影響效果；(-)代表非常負面的影響效果；(-)代表負面的影響效果；(+/-)代表同時有正面與負面的效果；(0)維持基本情況。

**目標 3：**改善信評市場的情況及信評品質，其操作目標如下所述，而可能的政策選擇與各政策的效用與效率性則說明如下表 5-3。

(1)增加信用評等提供者的選擇；

(2)改善信用評等及信評機構訊息品質的可比較性。

表 5-3：改善信評市場及品質政策選擇之效用及效率

	效用	效率
選項一：政策不變	不變	不變
選項二：鼓勵中小型的信評機構的出現	(++)促使中小型評級機構更容易進入信評市場。 (++)給投資人和發行人更多的選擇，減少對評級的依賴。	(+)建立中小型信評機構網絡的估計成本很低且合理。
選項三：鼓勵一個新的歐洲評級機構的出現	(+)給投資人和發行人更多的選擇，減少對評級的依賴。	(- -)對歐盟預算資金而言是重要成本且可能造成競爭的扭曲(公共機構)。
選項四：相同的評等標準，以提高信用評級機構的可比較性	(+)增加透明度可使投資者自行評估和比較不同的評級。 (+)將促使小的信評機構更容易進入信評市場。	(+)所有信評機構的評等標準對照所增加的成本有限。
選項五：建立一個歐洲評級指數(EURIX)	(+)增加市場上不同的評等的可比較性。 (+)小的信評機構將因為增加的透明度而更容易進入評等市場。	(+)對於 ESMA 而言建立一個基礎且持續的管理和更新索引的成本是有限的。 (+)信評機構將信息傳達給企業產生的成本有限。
選項六：要求信評機構在評等委員會的層級下，聯合發行信用評等	(+)這將增加小的信用評級機構的知名度和建立小的信評機構評等品質的信任度。 (-)很可能市場對信評機構的選擇與高度集中現象沒有變化。	(-)信評機構遵守規定的額外費用增加。
選項七：禁止大的評級機構購併小型和中型信用評級機構	(0/+)雖然小型信用評級機構的發展和增長將較為容易，且成功的新的市場進入者被大的信評機構接管的風險下降，亦即使信評市場的選擇更多，但評等產業的市場仍可能保持高度集中的現象。	(0)由於禁止收購將使規模經濟效果降低，因而成本可能增加。

	效用	效率
選項八：引進暫時的信評機構市場份額的上限	(+)有效降低市場高度集中的現象。	(0)將部份業務給小型的信評機構，使規模經濟效果下降，造成額外成本增加，對市場的干擾也無法排除。
選項九：要求評級機構披露評級的訂價和確保價格與其成本間的對價基礎	(+)價格的透明度和對價格的監管，將有助於更激烈的競爭。	(+)信評機構遵守規定產生成本有限。

註：(++)代表非常正面的影響效果；(+)代表正面的影響效果；(--)代表非常負面的影響效果；(-)代表負面的影響效果；(+/-)代表同時有正面與負面的效果；(0)維持基本情況。

**目標 4：**確保對於因信評不正確導致投資人損失給予賠償的權利，其操作目標如下所述，而可能的政策選擇與各政策的效用與效率性則說明如下表 5-4。

- (1)增加信評機構民事賠償責任；
- (2)降低歐盟會員國間管制套利的風險。

表 5-4：信評不正確導致投資人損失政策選擇之效用及效率

	效用	效率
選項一：政策不變	不變	不變
選項二：在歐盟法規中引進信評機構的民事賠償責任	(++)目標是要確保獲得賠償的權利。 (++)在歐盟法規的統一規定，以避免管制套利出現。	(+)對信評機構管制法規統一，且確保方式一致。 (-)可能提高各國民事法律制度的複雜性，且是否必要仍待考慮。
選項三：確保信評機構在各國法庭前對信評的使用者有民事賠償責任	(++)目標是要確保獲得賠償的權利。 (+)管制套利的風險降低。	(+)尊重各國的法規制定的獨特性。

註：(++)代表非常正面的影響效果；(+)代表正面的影響效果；(--)代表非常負面的影響效果；(-)代表負面的影響效果；(+/-)代表同時有正面與負面的效果；(0)維持基本情況。

**目標 5：**加強信評機構的獨立性，以改善信用評等的品質，且提倡穩定的信用評等的方法與程序，其操作目標如下所述，而可能的政策選擇與各政策的效用與效率性則說明如下表 5-5。

- (1)降低發行體付費模式所產生的利益衝突；
- (2)降低股權結構所產生的利益衝突問題；
- (3)改善評等及評等方法的透明度；
- (4)改善信評機構與發行體間的溝通。

表 5-5：加強信評機構獨立性及品質政策選擇之效用及效率

	效用	效率
選項一：政策不變	不變	不變
選項二：要求投資者付費的評等模型(投資者付費模式)	(+/-)將有助於減少發行人付費的利益衝突問題，但可能會產生其他問題或增加投資者對評級的依賴。	(-)對於某些類型的發行人籌措資金可能變得更加困難。 (+)發行人付費的利益衝突將可避免。
選項三：要求交易所設置並確保能管理的交易所付費模式	(+)排除發行人付費的利益衝突。 (-)不包括沒上市的金融工具。	(- -)交易所設置和管理這樣一個模式的成本和難度增加。
選項四：要求信評機構成立一個獨立的董事會運作	(+)發行人付費的模式產生的利益衝突將被減少。 (- -)有可能會顯著降低信評機構提供好品質的評級的誘因，這取決於模型的具體規劃。	(- -)潛在進入者可能會面臨更多的困難進入信評市場。 (- -)發展獨立董事會的開發成本增加。
選項五：引進信評機構對同一發行體評等的輪調制度	(++)減少信用評級機構對於長期受評的企業給予較高評等的誘因。 (-)存在潛在的使評級品質下降的風險，因為使信評機構達到最高的評等品質的誘因下降。 (++)降低發行人付費模式的利益衝突。 (++)減少固定信評機構的不利效果。	(++)透過簡單的措施有效地減少利益衝突。 (-)發行人/信評機構的成本增加。
選項六：訂定信評機	(++)從評級機構的所有權和控制	(+)達成此目標所產生額外



	效用	效率
構與其股東之間的獨立性和客觀性的特定要求	的角度來看，能確保評級機構的獨立性和市場的完整性。	的監督成本。
選項七：加強評級方法的披露原則	(++)確保市場能正確理解，並審議所有資產類別的評等方法。 (+)可減少對外部評級的過度依賴。	(+)擴展現有的規定，以涵蓋更多的資產類別。 (-)信評機構的成本增加。
選項八：要求評級機構在評等公布前充分通知發行人	(+)降低錯誤發生的可能性，且提高評等品質。 (-)事前通知發行體評等的要求也可能使內部協議或作假操縱評等的可能性提高。	(++)增加現有對信評機構的規定，使得評級過程沒有額外增加的成本下，卻更加透明。

註：(++)代表非常正面的影響效果；(+)代表正面的影響效果；(--)代表非常負面的影響效果；(-)代表負面的影響效果；(+/-)代表同時有正面與負面的效果；(0)維持基本情況。

## 五、我國金融業依賴外部信用評等現況

我國法規最早使用信用評等概念者為民國86年6月27日修正之「中央銀行外幣資金轉通融要點」第五點。其次，民國88年11月2日發布之「票券金融公司申請股票上市上櫃審查要點」第四點，規定票券金融公司申請核發股票上市或上櫃同意函及申請上市(上櫃)者，長、短期債務信用評等等級分別低於中華信用評等公司評定之twBBB-(twBB)及twA-3(twB)級，或其他國際知名評等機構評定之約當等級，應予不准。<sup>32</sup>之後，更多的法規使用信用評等，統合這些法規，可歸納出我國法規中運用信用評等所存在之問題大致可區分成兩類，一是法規中運用信用評等作為替代替管制之手段，二是法規僅承認特定信評機構之評等，且未考慮各信評機構給予評等等級之標準是否

<sup>32</sup> 票券金融公司申請股票上市上櫃審查要點 (88/11/02 台財融字第 88767456 號函訂定)，第四點為票券金融公司申請核發股票上市或上櫃同意函，有下列情事之一者，應予不准：(一)最近一年內內部控制有嚴重缺失者。(二)最近三個月之保證墊款比率(保證墊款餘額佔保證墊款餘額加保證餘額之比率)加總平均高於千分之五者。(三)保證責任準備提存率最近三個月有未符合財政部八十七年十一月十七日台財融第八七七五六六一三號函規定之標準者。(四)申請上市(上櫃)者，長、短期債務信用評等等級分別低於中華信用評等公司評定之 twBBB-(twBB)及 twA-3(twB)級，或其他國際知名評等機構評定之約當等級。

一致的問題，且將本國信評機構與國際信評機構給予相同符號之評等等級視為是一致的。

針對第一個問題，即我國法規中運用信用評等作為替代替管制的手段，以下分別就銀行業、證券業及保險業在法規中受到信用評等規範的相關內容，整理如下。

#### (一)銀行業受到信用評等之規範與限制

##### 1、銀行辦理業務受到信用評等之規範與限制如下：

- (1)銀行申請為一般指定交易商及中央公債主要交易商；
- (2)銀行辦理財富管理業務；
- (3)銀行申請兼營信託業務；
- (4)銀行辦理衍生性金融商品業務。

##### 2、銀行資金運用受信用評等之影響與相關規定如下：

- (1)商業銀行投資有價證券之種類及限額；
- (2)工業銀行投資國內及國外有價證券之種類。

##### 3、銀行資金來源受信用評等之影響與相關規定如下：

- (1)銀行發行金融債券辦法；
- (2)工業銀行設立及管理辦法。

#### (二)證券業受到信用評等之規範與限制

##### 1、證券業辦理業務受到信用評等之規範與限制如下：

- (1)申請為中央公債主要交易商；
- (2)證券商於其營業處所經營衍生性金融商品交易業務；
- (3)證券商申請認購(售)權證發行人資格之認可；
- (4)證券商受託買賣外國有價證券。

##### 2、證券商資金來源受信用評等之影響與相關規定，包括證券商依發行人募集與發行有價證券。

#### (三)保險業辦理業務受到信用評等之規範與限制

1、人身保險業辦理財富管理業務如下：

- (1)保險業以持有之國外有價證券透過國外代理機構從事出借業務；
- (2)保險業辦理再保險分出分入及其他危險分散機制管理辦法；
- (3)保險業經營保險金信託業務之風險管理。

2、保險業辦理投資業務受到信用評等之規範與限制如下：

- (1)保險業購買國內公開發行但未上市或未上櫃有價證券之種類；
- (2)保險業購買國內私募有價證券；
- (3)保險業購買依金融資產證券化條例或不動產證券化條例發行之受益證券及資產基礎證券及私募之受益證券或資產基礎證券；
- (4)保險業從事衍生性金融商品交易；
- (5)保險業資金辦理國外投資；
- (6)保險業投資結構型商品；
- (7)保險業投資型保險投資。

3、保險業資金來源與信用評等之關係，包括得向主管機關申請核准發行具資本性質之債券。

(四)大陸保險業與外國保險業與信用評等之關係

台灣地區與大陸地區保險業務往來及投資許可管理辦法規定大陸地區保險業及陸資保險業具備一定條件者，得向主管機關申請許可，在台灣地區設立代表人辦事處。

- (1)大陸地區保險業及陸資保險業具備特定條件者，得向主管機關申請許可參股投資台灣地區保險業；
- (2)外國保險機構具備資格條件，得申請在中華民國境內設立分公司經營保險業務者；
- (3)外國保險機構具備資格條件，得申請在中華民國境內設立代表人辦事處者。

關於法規運用評等作為替代管制之手段，其歷史背景為信評機構

設立之初，主管機關為積極推廣信用評等，以擴大評等之需求面，進而保障信評機構之收益且促進其發展。當時考量之手段有鼓勵、輔導，以及法令強制規範；但最後決定採行前二者搭配要求目的事業主管機關將評等列為發行債券時的要件之一，且主要以行政函令的層次要求，原因是將來要修訂或廢止時，作業上較為彈性。運用評等作為替代管制之手段，除了可促進信評機構之發展外，亦有利於主管機關管理。但部分學者主張，信用評等的功能在於增加市場透明度，而非幫助政府篩選合格者，因此反對以信用評等當作發行門檻，因為可能使投資人誤以為該發行之商品，係經過政府的保證。然而，信評機構自民國86年發展至今，已十餘年，目前法規中仍多有運用信用評等者，更有直接在法律層次運用信用評等作為規範替代管制之手段，如此是否恰當，值得重新思考。針對第二個問題，即法規僅承認特定信評機構之評等，且未考慮各信評機構給予評等等級之標準是否一致的問題，而將本國信評機構與國際信評機構給予相同符號之評等等級視為是一致的。

關於法規以列舉特定信評機構之評等部分，出現問題有二，一是使我國信評產業欠缺競爭的空間，進而消除了新信評機構設立的可能。這種狀況實與市場自由競爭之想法相違背。例如，保險業辦理國外投資管理辦法第2條為用詞定義，其中明白指出國外信用評等機構係指Moody's Investors Service、Standard & Poor's Corp.、Fitch Ratings Ltd.。而國內信用評等機構則指中華信用評等股份有限公司、穆迪信用評等股份有限公司、英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司。問題二是我國信評相關法規多數未考量評等不一致的問題，我國現行作法為先規定發行或投資特定商品時需有信用評等，接著主管機關進一步於行政函釋中，列舉出幾家信評公司及規定評等等級之門

檻。<sup>33</sup>舉例來說，銀行辦理財富管理業務應注意事項第四條第一項規定銀行符合資格條件者，應於董(理)事會核可辦理財富管理業務(外國銀行在華分行可由總行授權人員)，檢具經營政策與作業準則申報主管機關，主管機關於十五日內未表示不同意者，視為同意辦理本項業務。其中第二款規定長期信用評等須符合下列情形之一者：1、取得中華信用評等股份有限公司評級twBBB級以上；2、英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司BBB(twn)級以上；3、穆迪信用評等股份有限公司Baa2.tw級以上；4、Fitch Ratings Ltd.評級BBB級以上；5、Standard & Poor's Corp.評級BBB級以上；6、Moody's Investors Service評級Baa2級以上之長期信用評等。由此可知，我國法規將不同信評機構給予之相同符號之評等等級視為相同的違約可能性，且將國外信評機構給予之評等與本國之信評機構給予之評等等級視為相同的違約可能性，而忽略本國信評機構給予之評等等級未考慮國家主權評等所造成之差異性。

但也有例外，如保險業辦理再保險分出分入及其他危險分散機制管理辦法規定，經國際信用評等機構評等達一定等級以上之外國再保險或保險組織，為適格再保險分出對象<sup>34</sup>。所稱國際信用評等機構評等達一定等級，係指下列評等機構之等級：1、標準普爾信用評等公司(Standard & Poor's Corporation)之BBB等級。2、貝氏信用評等公司(A.M. Best Company)之B+等級。3、穆迪信用評等公司(Moody's Investors Service)之Baa2等級。4、惠譽信用評等公司(Fitch Ratings Ltd.)之BBB等級。5、中華信用評等公司之twA+等級。6、其他經主管機關認可信用評等機構所評定之相當等級。

---

<sup>33</sup> 其中信評公司大致為標準普爾公司(Standard & Poor's Corporation)、穆迪投資人服務公司(Moody's Investors Service)、惠譽公司(Fitch Ratings Ltd.)、中華信用評等股份有限公司、英商惠譽國際信用評等股份有限公司台灣分公司，以及穆迪信用評等股份有限公司台灣分公司。

<sup>34</sup> 保險業辦理再保險分出分入及其他危險分散機制管理辦法第七條規定符合所列情形之一者，為適格再保險分出對象，其中第三款為經國際信用評等機構評等達一定等級以上之外國再保險或保險組織。

## 第二節 減少使用信用評等之替代方案研究

### 一、內部評等法

巴塞爾銀行監理委員會在 2004 年 6 月 26 日公布「銀行自有資本之計算與自有資本標準之國際通則：修正版架構」，並預告於 2007 年開始實施。該協定的重大變革之一是銀行可採行內部自有系統評估風險暴險，包括信用風險內部評等法(即 IRB 法：Internal Ratings-Based Approach)，據以計提銀行所需資本。我國金融監理管理委員會因應新架構的施行，也於 2005 年 7 月 14 日發布「銀行自有資本與風險性資產計算方法說明—信用風險標準法及內部評等法暫行版本」。2005 年正式實施的巴塞爾協定(Basel II)，在銀行業風險管理上訂定三大綱領(Pillar)—最低資本適足、監理審查程序以及市場制約之標準，由於先前架構著重單一風險衡量，其管制資本計提與日漸複雜的銀行內部經濟資本〈economic capital〉之計算，產生衝突，且無法有效認定信用風險避險計算方式，如有擔保或抵押品的債權計算。因此，巴塞爾委員會於 1999 年 6 月提出更具風險敏感性的新架構，除明確規範除信用風險與市場風險外，尚應包括機構作業風險，期以有效反映銀行面對之風險全貌。

Basel II 仍沿用過去資本定義，其自有資本[4]與風險性加權資產之比率仍應維持至少 8%；為確保整個銀行集團內之風險皆可被考量，修訂後協定將以合併基礎計算方式，延伸至銀行集團之控股公司資本與風險估算。Basel II 強調風險衡量方式的改進，並首次將作業風險納入整體資本適足率計算，其修訂後之資本適足率計算公式如下：

$$\text{自有資本} / (\text{信用風險} + \text{市場風險} + \text{作業風險})$$

Basel II 提出兩種重要信用風險計算方式，一為標準法 (standardised approach)，另一為內部評等法 (internal rating based approach，簡稱 IRB)；而 IRB 計算方式又區分為基礎內部評等法 (Foundation IRB Approach) 與進階內部評等法 (Advanced IRB Approach)，使用內部評等法須在巴塞爾委員會所建立的標準下，由監理單位核准後方可實施。Basel II 所採用的標準法，在觀念上與過去相同協定，惟更具風險敏感度。銀行就本身各項資產與資產負債表表外項目給予不同風險權數，暨以精確估算加權風險性資產價值。現行協定之個別風險權數係依交易對象而定(如政府機構、銀行或企業)，然而在新版協定下，風險權數將可參考外部信用評等機構依據嚴格標準所做之評等而定；舉例而言，於現行協定下企業貸款之風險權數僅 100% 一種，然而在新版協定架構下將提供四種風險權數 (20%、50%、100% 及 150%) 的選擇。

於內部評等法架構下，允許銀行以內部評等方式進行估算信用風險，但仍需配合嚴謹的估算方式與揭露標準。不同的分析架構將提供不同暴險形式，如一般企業貸款與消費金融貸款之暴險程度各所不同。於基礎內部評等法中，銀行估算每位借款者的違約機率 (probability of default，簡稱 PD)，惟政府機構應提供其它相關資料以協助銀行估算。在進階內部評等法中，銀行可採用內部資料用以估算違約機率。換言之，不論基礎內部評等法或進階內部評等法，兩者對風險權數之估算，皆比標準法更具多樣化，亦即風險敏感度更高。新版架構下介紹計算信用風險時所使用更具風險敏感性之標準法或內部評等法，對於抵押、擔保、淨額交易 (netting) 及證券化等處理皆有規範。

#### (一) IRB 法基本項目及暴險定義

風險可定義為「從做決策到結果發生，這段等待期間內，非預期

事件對決策結果產生衝擊的可能性」。銀行在從事授信業務時衡量可能面臨的呆帳損失，即預期損失，提列適足的呆帳損失準備作為因應，至於非預期事件可能產生的損失，則依 Basel I 國際標準衡量本身的信用風險性資產，據此提列 8% 的最低資本，用以避免營運風險準備不足的問題。在 IRB 法新架構下，銀行可採用自行建置的內部評等系統，計提信用風險最低資本，即非預期損失。因此，銀行必須符合主管機關對 IRB 法的審查標準，須於任一類資產之資本計提，具備 1、風險成分(包括由銀行自行估計或主管機關提供之風險成分估計值，包括違約機率、違約損失率、違約暴險額及有效到期期間)；2、風險權數函數(將風險成分轉換為風險性資產，並計提法定資本之計算公式)；3、最低作業要求(銀行採用 IRB 法衡量特定資產風險種類者，應符合之最低作業標準)等三項要素。此外，銀行在著手進行 IRB 時，首先須對資產種類給予明確定義，可依照規定之資產類別與標準進行資產分類，主要區分為企業型暴險、主權國家型暴險、銀行型暴險、零售型暴險、權益證券暴險及合格買入應收帳款六種資產暴險類別，規範中對於不同型態的資產暴險有其相應定義及適用條件。

## (二)基礎 IRB 法與進階 IRB 法

銀行在採行內部評等法架構下，可選擇基礎內部評等法(FIRB：Foundation IRB)或進階內部評等法(AIRB:Advanced IRB)，其最大差異在企業型暴險(零售型暴險僅適用進階 IRB)。於基礎法下，必須自行估計違約機率估計值，其他風險成分則依主管機關規定處理；在進階法下，則必須自行估計所有的風險成分，無論採基礎法或進階法，都必須依不同暴險類別使用規定之風險權數公式，計算信用風險性資產。主權國家及銀行型暴險，若因估計風險成分的資料不足，可依標準法之規定計算風險性資產；企業型暴險下特殊融資，如未能符合違約機率估計之相關要求，則應採行「監理機關分類法」；至於權益證券型暴險，得採用違約機率/違約損失率法或市場基礎法；另外，銀



行可自行評估，認為非主要業務的暴險，得排除於實施 IRB 法之範圍，依標準法計提資本，惟其應計提之資本不得超過信用風險應計提資本之 15%(主權國家及銀行型暴險不列入計算)。

然而，採行 IRB 法之銀行必須能夠符合以下七項最低作業要求之共通原則如下所述。

#### 1、最低作業要求之遵循

應向主管機關證明自實施時起持續符合最低作業要求之相關規範。內部風險評等系統與程序須能精確、一致地針對借款人與交易特性進行風險量化估計，以建立有意義之風險區隔，並實際應用於風險管理與業務經營。

#### 2、評等系統設計以有意義風險區隔為目標

有意義之風險區隔係指評等結果能充分反映風險大小之差異及風險之特徵，應將評等系統設計及方法之內涵完整加以文件化，並向主管機關證明評等系統與方法之使用。

#### 3、評等作業流程之完整性與公正性

所稱評等範圍的完整性，指的是對企業型暴險，每一個借款人及合格保證人皆被分配至適當信用分級，且每種暴險依額度特性都被分配至適當等級，對零售型的每種暴險也必須被分配至特定組合。而評等過程的公正性，則是評等運作須符合獨立性、透明化、可歸責性之作業原則，對於人為干預應訂定明確的作業準則，並建立定期覆核與即時反映的機制。

#### 4、風險成分數量化

風險成分的估計應遵循規定之作業標準，必須考量所有相關可獲得之資料、資訊及方法，並能反應長期景氣循環特性，同時其估計值必須及時反映現況，銀行應每年定期檢視其估計值一次，或視情況以更高之頻率檢視。

## 5、評等結果之有效性

訂定健全的系統程序以驗證評等系統，確保正確性及一致性，並持續向主管機關證明驗證程序能妥善且一致的評估內部評等及風險預測系統之建置與執行情形，同時應將評等系統設計與運作相關細節予以正式文件化。

## 6、內部評等之實際使用

長期而言，內部評等系統應實際運用於授信准駁、額度控管、信用風險報告、損失準備提存、法定資本計算及其他廣泛應用項目。

## 7、公司治理與監督

具有獨立之風險控制機制負責設計或選擇、建置和執行內部評等系統是有其必要性的，同時評等與估計過程須經董事會、經營團隊或風險管理委員會核准，之後，內部稽核單位每年要定期檢視信用評等系統及其操作，並提出稽核報告以針對缺失進行改正。

### (三)健全的信用風險管理架構

健全的銀行信用風險內部評等管理架構於建置時應包括「策略」、「組織」、「流程」及「資訊」四個面向。其中，信用風險管理策略對於信用風險的辨識、衡量、監視和控管有相當大的助益，除可滿足信用風險管理之目標外，亦可作為協助提升經營績效的工具。完善的信用風險管理策略應包括建立明確的銀行經營目標、風險胃納程度與容忍水準、完整授信規範及獨立之風險管理功能。在信用風險管理組織上，銀行之信用風險管理組織可以不同形式出現，但應確保執掌與權限具備實質獨立性與可歸責性，而非僅著重於形式上的獨立性，以期達到信用風險管理與監控之目的。另外，信用風險管理程序是根基於銀行之風險管理策略及政策所設計建立的一套風險管理流程，為執行時的依據，有效之風險管理程序將有助於銀行維持安全穩健授信業務標準、監視並控管信用風險、適切評估新的業務機會以及辨識並管理問題授信案件。最後，銀行的信用風險管理程序上，其資訊系統

應含括整個暴險生命週期的完整紀錄，完整的信用風險管理資訊系統建置應包括：徵授信流程管理系統、信用風險管理系統、債權管理系統、授信組合管理系統及有效的信用風險管理資料庫。

## 二、信用評分

信用評分最早始於 1940 年代末至 1950 年代初。當時，美國有些銀行開始進行了一些有關信用評分方法的試驗，目的是提供一種可以處理大量信貸申請的工具。1956 年，工程師 Bill Fair 和數學家 Earl Isaac 共同發明了著名的 FICO 評分方法，並成立了 Fair Isaac 公司，成為世界上第一家提供信用評分數學模型的公司。1958 年，Fair Isaac 公司發佈了第一套信用評分系統。1960 年代，相繼出現了許多專門提供客戶信用報告和信用分數的信用資訊管理機構，如美國著名的三大信用資訊管理機構(Experian, Equifax and TransUnion)。近年來，全球信用評分市場領域得到更加蓬勃的發展，出現了許多信用評分公司和信用資訊管理機構，同時也提高了銀行對用戶進行信用評估的準確性、有效性和一致性。信用評分在銀行業的應用，代表申請人風險評估或是既有客戶往來狀況評估的風險預測模型。該模型指根據客戶的信用歷史資料，利用一定的信用評分模型，得到不同等級的信用分數，根據客戶的信用分數，來決定客戶所可以持有的金額許可權，從而保證還款等業務的安全性。在現代銀行業中，信用評分模型在個人小額貸款、信用卡的審核上日漸普及，而信用評分模型亦逐漸被思考用於銀行其他的授信活動上，例如銀行對企業客戶亦可發展評分機制，作為貸放准駁的一項參考指標。

信用評分定義是指根據客戶的信用歷史資料，利用一定的信用評分模型，得到不同等級的信用分數。根據客戶的信用分數，授信者可以分析客戶按時還款的可能性。據此，授信者可以決定是否准予授信

以及授信的額度和利率。雖然授信者通過分析客戶的信用歷史資料，同樣可以得到這樣的分析結果，但利用信用評分卻更加快速、更加客觀、更具有一致性。在信用評分領域有兩個要點：(一)客戶信用資料的收集：是指在信用消費中，通過調查瞭解申請授信的消費者個人的信用資訊；(二)利用信用評分模型進行評分：是指輸入客戶信用資料，通過信用評分模型得到客戶的信用分數，確定客戶信用等級。基於上述兩個要點，在信用評分發展過程中，逐漸產生了提供不同專業服務的公司：(一)信用評分專業公司：它們主要根據業務需要開發各種不同的信用評分模型，將模型提供給商業銀行、貸款機構、電信公司、保險公司以及信用管理局等需要信用評分的公司。之所以有這樣的專業公司存在，主要是因為每一家商業銀行、貸款機構的經營是不同的，從目標客戶的選擇到客戶服務的水準，即使在同一個城市裡也會有差別，所以開發模型所依賴的資料是不同的，信用評分模型也因此而各異。(二)信用資訊管理機構：它們提供客戶的信用資料以及客戶的信用報告。信用資訊管理機構通過常年收集、積累資料，建立個人或企業信用資料資料庫，並向金融機構提供消費者個人信用有償調查報告服務。

信用資訊管理機構收集的客戶資料包括四方面：身分資訊、公共記錄、支付歷史和查詢記錄。信用資訊管理機構的基本工作就是收集個人或企業的信用記錄，建立完善的資料管理中心，合法地向金融機構提供有償個人信用報告服務。

#### (一)信用評分的方法

在信用評分的過程中，最關鍵的就是信用評分模型的構建。用來產生信用評分的模型不勝枚舉，每一種模型均有其獨特的規則。在此，我們主要介紹信用評分模型的構建方法。

##### 1、基本原理

信用評分模型的基本原理是確定影響違約概率的因素，然後給予權重，計算其信用分數。信用評分模型的構建，目前最為有效的手段是資料採擷。下面對資料採擷的定義進行簡單介紹，並重點描述利用資料採擷技術構建信用評分模型的步驟和方法。

## 2、資料採擷

資料採擷定義眾說不一，資料採擷的關鍵可被分成三個部分：資料、資訊和商業決策，即資料採擷就是一個從資料中汲取資訊，並使用這些資訊制訂更好的商業決策的過程。

## 3、信用評分模型構建步驟

利用資料採擷技術構建信用評分模型一般可分為 10 個步驟，分別是：業務目的確定、資料來源識別、資料收集、資料選擇、資料品質審核、資料轉換、資料採擷、結果解釋、應用建議和結果應用。這些步驟概略說明如下：

- (1)商業目標確定：明確資料採擷的目的或目標是成功完成任何資料採擷項目的關鍵。如確定專案的目的是構建個人住房貸款的信用評分模型。
- (2)確認資料來源識別：在給定資料採擷商業目標的情況下，下一個步驟是尋找可以解決和回答商業問題的資料。構建信用評分模型所需要的是關於客戶的大量資訊，應該儘量收集全面的信息。所需要的資料可能是業務資料，可能是資料庫/資料倉庫中存儲的資料，也可能是外部資料。如果沒有所需的資料，那麼資料收集就是下一個必需的步驟。
- (3)資料收集：如果銀行內部不能滿足構建模型所需的資料，就需要從外部收集，主要是從專門收集人口統計資料、消費者信用歷史資料、地理變數、商業特徵和人口普查資料的企業購買得到。
- (4)數據篩選：對收集的資料進行篩選，為挖掘準備資料。在實際專案中，由於受到計算處理能力和專案期限的限制，在挖掘專案中想用

到所有資料是不可能實現的。因此資料篩選是必不可少的。資料篩選考慮的因素包括資料樣本的大小和品質。

- (5)資料品質檢測：一旦資料被篩選出來，成功的資料採擷的下一步是資料品質檢測和資料整合。目的就是提高篩選出來資料的品質。如果品質太低，就需要重新進行資料篩選。
- (6)資料轉換：在選擇並檢測了挖掘需要的資料、格式或變數後，在許多情況下資料轉換非常必要。資料採擷項目中的特殊轉換方法取決於資料採擷類型和資料採擷工具。一旦資料轉換完成，即可開始挖掘工作。
- (7)資料採擷(data mining)：挖掘資料是所有資料採擷專案中最核心的部分。在時間或其它相關條件(諸如軟體等)允許的情況下，最好能夠嘗試多種不同的挖掘技巧。因為使用越多的資料採擷技巧，可能就會解決越多的商業問題。而且使用多種不同的挖掘技巧可以對挖掘結果的品質進行檢測。如在構建信用評分模型時，分類可以通過三種方法來實現：決策樹，神經分類和邏輯回歸，每一種方法都可能產生出不同的結果。如多個不同方法生成的結果都相近或相同，那麼挖掘結果是很穩定、可用度非常高的。如得到的結果不同，在使用結果制定決策前必須查證問題所在。
- (8)結果解釋：資料採擷之後應該根據零售貸款業務情況、資料採擷目標和商業目的來評估和解釋挖掘的結果。
- (9)應用建議：資料採擷關鍵問題，是如何把分析結果即信用評分模型轉化為商業利潤。
- (10)結果應用：通過資料採擷技術構建的信用評分模型，有助於銀行決策層瞭解整體風險分佈情況，為風險管理提供基礎。當然，其最直接的應用就是將信用評分模型回饋到銀行的業務作業系統，指導零售信貸業務操作。

## (二)信用風險評分模型構建方法

數據挖掘方法可以依據其功能被分成 4 組：預估模型、分類、連結分析和時間序列預測。每一項功能都可以被開發和修改成為適應不同業務的應用。例如：分類模型可以被運用到建立信用風險評分模型、信用風險評級模型、流失模型、欺詐預測模型和破產模型等。為實現資料採擷的每一項功能，有許多不同的方法或算法可以使用。本文所討論的信用風險評分模型主要是屬於分類模型，所以用到的方法主要有分類分析和分割分析。分類分析主要方法包括：決策樹、神經網路、區別分析、邏輯回歸、概率回歸；分割分析主要方法包括：K-平均值、人口統計分割、神經網路分割。

### (三)小結

每個信用評分公司和信用資訊管理機構都有不同信用評分系統，不同信用評分有不同的評分規則。影響分數高低的主要因素包括：毀諾記錄、開設過帳戶的多寡、信用歷史長短、信用額度使用飽和度、個人外部紀錄(拖欠稅款、法院訴訟判決及個人破產)、信用卡是否透支使用等多個面向，共同決定信用評分分數的高低。個別金融機構自行建構評等模型或信用評分機制若無法達到規模經濟，則可考慮向外部取得，以減低投入之資源與成本。

### 第三節 金融業使用信用評等方式之比較

金融業使用信用評等，主要在於評估投資或授信案件時作為參考之依據。一般而言，從事國內外大型企業或金融業相關之債券投資或聯貸案件時，多能取得債券或發行主體之信用評等作為參考依據。然而，對於銀行籌組之國內中型機構聯貸案件或個別銀行對此類機構之放款案件，即無信用評等可供參考，可能必須參考機構內、外部相關的信用評分機制做為參考。本節將依據本院金融研究所進行的問卷調查結果，對金融業使用信用評等方式做一比較。

#### 信用評等使用方式調查比較

為了瞭解國內金融業者對外部信用評等的使用情況，研究團隊於本院金融研究所進行的「2013 我國金融業營運趨勢展望問卷調查」向金控及銀行業者詢問其使用外部信用評等的情況。問題如下：(1) 金融海嘯後，貴機構在風險管理上對於外部信用評等使用程度之變化為何？(2) 貴機構在做授信決策時是否使用外部信用評等為參考？若是，則其對授信決策之影響程度為何？(3) 請問貴機構使用下列各種外部信用評等之頻率為何？以台灣地區為例，截至 2012 年 7 月底，金控公司 15 家、本國銀行 39 家、外國銀行 30 家為發放問卷對象，實際回收問卷份數為 53 份，詳細回收分布情形如表 5-6 所示。

表 5-6：金融控股公司、銀行基本資料

	金融控股公司	本國銀行 A	本國銀行 B	外國銀行	合計
樣本家數	12	17	18	6	53
占總樣本比例(%)	22.64	32.08	33.96	11.32	100.00

註：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行



信用評等機構的主要工作是給予一家公司或是一項金融工具不同的信用評等級別，用以衡量其未來債務發生違約之可能性。個別公司、金融工具的信用評等結果，亦是金融機構判斷是否參與授信、投資的主要準則之一。惟自 2001 年美國安隆(Enron)案、2002 年世界通訊(WorldCom)公司案爆發之後，各界批評信評機構發出信用評等時間點落後性的浪潮不斷。加上 2008 年金融海嘯，乃至近期的歐債危機，信評機構多在事件爆發後或是大型投資者已掌握充分資訊後才調降信評，使得信評的預警性遭受批評，致給人造成信用評等失真的印象。因此，希望透過本次問卷調查瞭解前述情形是否對國內金融機構在使用外部信用評等上造成影響。金融業者對上述問題(1)及(2)的回覆結果彙整於表 5-7 及圖 5-3。整體平均而言，國內金融機構於金融海嘯後對外部信用評等之使用程度不變；多數金融機構認為其在授信決策上具有中度影響。金控與銀行合計對於外部信用評等使用程度的看法，其平均分數為 0.04，表示金融海嘯後金融業者在風險管理上對於外部信用評等的使用程度很可能不變。當平均分數愈接近 0，表示業者平均認為對於外部信用評等使用程度不變；當平均分數愈接近 1，表示使用程度愈可能上升；反之平均分數愈接近-1，表示使用程度愈可能下降。

進一步就機構類別分析，本國銀行 A(代表民國 80 年 7 月前設立之本國銀行)與外國銀行在外部信用評等的使用程度上，平均來說維持不變；而金控公司在信用評等的使用上或有可能下降(平均分數為 -0.17)；本國銀行 B(代表民國 80 年 7 月後設立之本國銀行)則在信用評等的使用上或有可能上升(平均分數=0.22)。金融業者對外部信用評等在其授信決策上具有的影響程度之看法(見表 5-7 之 B 部分與圖 5-3)，有 60.38%的受訪者認為具有中度影響，26.42%認為只具輕度影響。就機構類別觀察，金控公司、本國銀行 A、本國銀行 B 與外國銀

行認為外部信用評等在其授信決策上具有中度影響所占之比率分別為 75%、64.71%、55.56%及 33.33%。前述結果顯示，金融業者仍認為外部信用評等在其授信決策上具有參考價值，且屬於金控或歷史較悠久本國銀行的業者，有超過 60%認為信用評等對授信決策具有中度影響。

表 5-7：外部信用評等使用程度

A 部分：金融海嘯後在風險管理上對於外部信用評等使用程度之變化		
	平均分數	標準差
合計(100%)	0.04	0.52
金融控股公司(22.64%)	-0.17	0.58
本國銀行(A)(32.08%)	0.00	0.50
本國銀行(B)(33.96%)	0.22	0.43
外國銀行(11.32%)	0.00	0.71

B 部分：貴機構在做授信決策時是否使用外部信用評等及其影響程度 (%)					
	輕度影響	中度影響	重度影響	否	未填答
合計(100%)	26.42	60.38	9.43	1.89	1.89
金融控股公司(22.64%)	16.67	75.00	8.33	0.00	0.00
本國銀行(A)(32.08%)	23.53	64.71	11.76	0.00	0.00
本國銀行(B)(33.96%)	33.33	55.56	11.11	0.00	0.00
外國銀行(11.32%)	33.33	33.33	0.00	16.67	16.67

註 1：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

註 2：A 部分：上升(1)；不變(0)；下降(-1)

註 3：B 部分：輕度影響(1)；中度影響(2)；重度影響(3)；否(0)

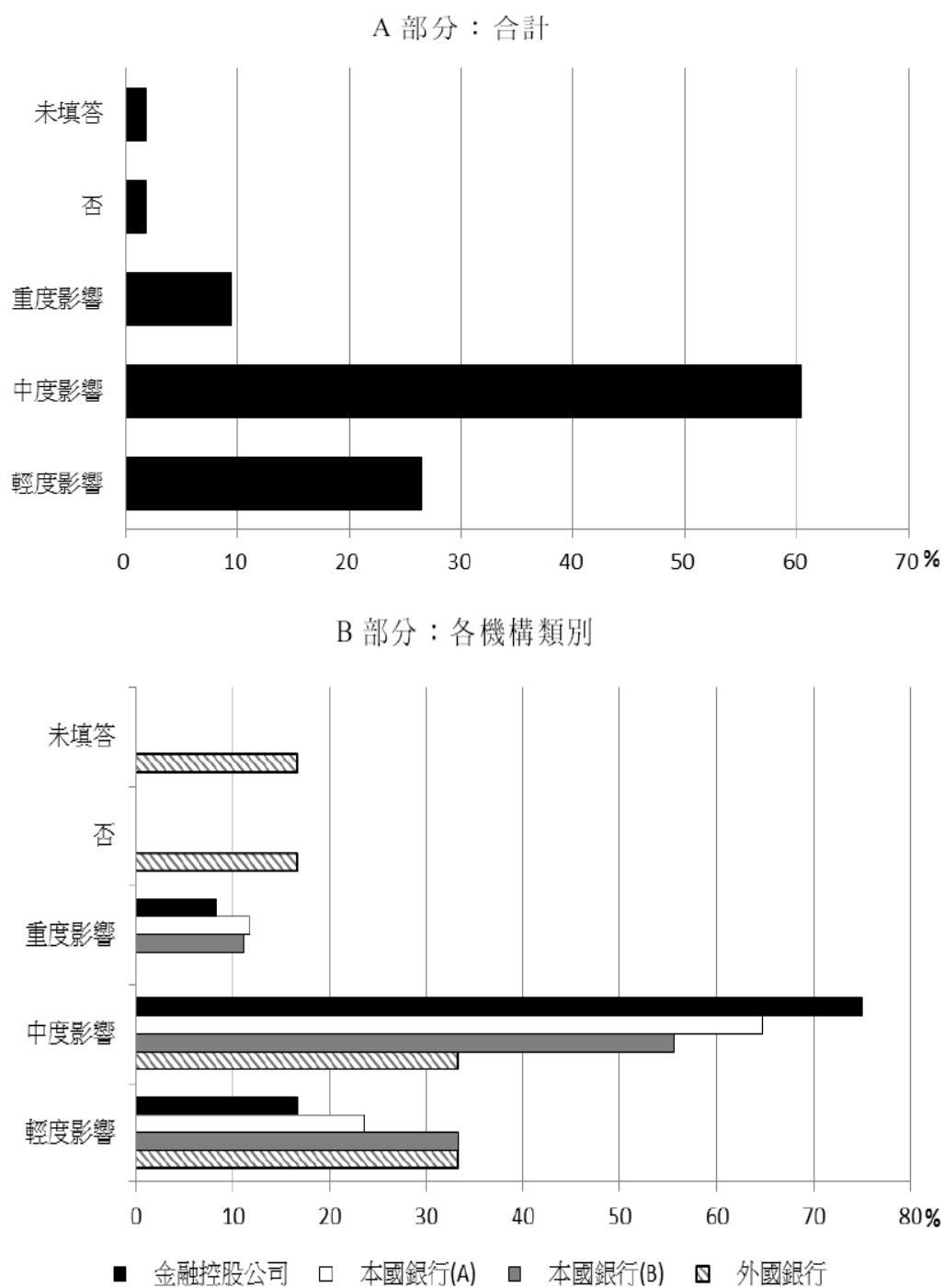


圖 5-3：金融機構於授信決策是否使用外部信用評等及其影響程度

再就上述問題(3)來看，業者回覆結果整理於表 5-8 中，若某項評等平均分數愈接近 4、3、2 或 1 時，分別表示金融業者很常使用、常使用、較少使用或鮮少使用該項評等。吾人可發現，整體而言，金融業者常使用主體評等(平均分數=3.46)與債項評等(2.94)；固定收益評

等較少使用(2.45)；公司治理水平評等鮮少使用(1.44)。就機構類別分析，前述趨勢亦可大體適用於金控公司、本國銀行 A 與本國銀行 B。整體而言，國內金融機構最常使用的外部信用評等為主體評等與債項評等。如再就債項評等、主體評等與固定收益評等之細部使用情形來分析，統計結果彙整於表 5-9。債項評等中，金融業者表示有使用長期公司債券、可轉換公司債券、短期融資券評等的比率分別為 71.7%、67.92%、66.04%。主體評等中，金融業者表示有使用工商企業、金融機構、主權及地方政府評等比率分別為 77.36%、73.58%、66.04%。而固定收益評等細項的使用比率較前兩類評等來得低，金融業者使用資產證券化債券、固定收益基金、優先股評等的比率分別只達 52.83%、52.83%、39.62%。

表 5-8：金融機構使用各種外部信用評等之頻率

A 部分：合計 (100%)				
	債項評等	主體評等	固定收益評等	公司治理水平評等
平均分數	2.94	3.46	2.45	1.44
非常重要	26.42	49.06	9.43	1.89
次重要	58.49	35.85	22.64	3.77
重要	1.89	3.77	30.19	13.21
有點重要	1.89	1.89	9.43	41.51
未填答	11.32	9.43	28.30	39.62
B 部分：金融控股公司(22.64%)				
	債項評等	主體評等	固定收益評等	公司治理水平評等
平均分數	3.00	3.42	2.64	1.56
非常重要	25.00	41.67	16.67	0.00
次重要	75.00	58.33	25.00	8.33
重要	0.00	0.00	50.00	25.00
有點重要	0.00	0.00	0.00	41.67
未填答	0.00	0.00	8.33	25.00
C 部分：本國銀行(A)(32.08%)				
	債項評等	主體評等	固定收益評等	公司治理水平評等
平均分數	3.24	3.59	2.00	1.13
非常重要	23.53	58.82	5.88	0.00
次重要	64.71	41.18	11.76	0.00
重要	0.00	0.00	23.53	5.88
有點重要	0.00	0.00	23.53	41.18
未填答	11.76	0.00	35.29	52.94

D 部分：本國銀行(B)(33.96%)				
	債項評等	主體評等	固定收益評等	公司治理水平評等
平均分數	2.72	3.35	2.63	1.36
非常重要	38.89	55.56	11.11	0.00
次重要	50.00	22.22	38.89	5.56
重要	5.56	11.11	33.33	16.67
有點重要	5.56	5.56	5.56	55.56
未填答	0.00	5.56	11.11	22.22

E 部分：外國銀行(11.32%)				
	債項評等	主體評等	固定收益評等	公司治理水平評等
平均分數	2.60	3.50	—	4.00
非常重要	0.00	16.67	0.00	16.67
次重要	33.33	16.67	0.00	0.00
重要	0.00	0.00	0.00	0.00
有點重要	0.00	0.00	0.00	0.00
未填答	66.67	66.67	100.00	83.33

註 1：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。  
註 2：1→4(非常重要)；2→3(次重要)；3→2(重要)；4→1(有點重要)；未勾選→\*(未填答)；僅勾選無排序→2

表 5-9：金融機構使用各種外部信用評等之比率

A 部分：債項評等使用頻率				
	所佔比例	長期公司債券	可轉換公司債券	短期融資券
合計	100.00	71.70	67.92	66.04
金融控股公司	22.64	75.00	75.00	75.00
本國銀行(A)	32.08	82.35	76.47	76.47
本國銀行(B)	33.96	77.78	77.78	72.22
外國銀行	11.32	16.67	0.00	0.00

B 部分：主體評等使用頻率				
	所佔比例	工商企業	金融機構	主權及地方政府
合計	100.00	77.36	73.58	66.04
金融控股公司	22.64	75.00	75.00	75.00
本國銀行(A)	32.08	94.12	88.24	76.47
本國銀行(B)	33.96	77.78	72.22	72.22
外國銀行	11.32	33.33	33.33	0.00

C 部分：固定收益評等使用頻率				
	所佔比例	資產證券化債券	固定收益基金	優先股
合計	100.00	52.83	52.83	39.62
金融控股公司	22.64	66.67	66.67	58.33
本國銀行(A)	32.08	52.94	52.94	35.29
本國銀行(B)	33.96	61.11	61.11	44.44
外國銀行	11.32	0.00	0.00	0.00

註 1：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。  
註 2：1→4(非常重要)；2→3(次重要)；3→2(重要)；4→1(有點重要)；未勾選→\*(未填答)；僅勾選無排序→2



## 第六章 結論與建議

### 第一節 結論

區域信用評等的發展，已受到各國重視，並已列入我國黃金十年國家願景中，為協助達成此一目標，本研究主要探討問題為：一、國際信評產業迭受批評下，我國金融業是否仍須仰賴外部信用評等，作為授信及投資業務之管理依據？二、藉由深入分析研究國際信用評等產業發展現況，運用美國、歐洲及亞太地區各國信評事業發展經驗，瞭解信評產業是否持續向上發展、或是發展已達高峰，並透過分析國際主要信評機構評等模式，協助金融業者瞭解信評機構評等模式；三、研究金融海嘯之後，各國金融機構如何使用信用評等替代方案，並對美國、歐盟及亞太地區信評機構的發展經驗、監管制度及發展趨勢做整合性的探討。對上開問題，本研究採用資料蒐集及實地訪談後，所得結論分述如下：

#### 一、使用信用評等結果作為投資或授信決策的參考資訊，應瞭解其背後的評等意涵後謹慎使用

自 2008 年金融海嘯以後，為加強信用評等相關資訊的透明度，美國證管會要求評等機構揭露評等模型及關鍵假設，並要求於企業網站上公告，因而多數評等機構採取揭露評等準則的方式以符合法令規範，主係考量信用評等的背後，為多項因子綜合影響的結果。舉例而言，信評機構對於發行人及結構型商品同樣給予同樣的評等等級，但由於評等過程中所使用的模型及關鍵假設均不相同，因此二者雖有相同的評等等級，但其發生違約的機率可能大不相同。因此，使用者必須充分瞭解評等的過程、方式與假設，才能適當地運用信用評等資訊，而非侷限於評等等級的表面文字，且將之類推適用於不同種類商品的評等結果。

另一方面，信評使用者除應充分參考各信用評等機構所發布之評等準則，以瞭解信用評等產出之架構與方式，才能對信用評等資訊意涵有合理的解讀外。金融機構更可以參考此一架構，評估建立自身風險資訊系統的必要性與可行性，對風險控管部門專業技能的培養將有極大的幫助。

## 二、信評機構在 2008 年達到營運谷底，近年雖已逐漸穩定，但復甦力道仍弱

信評機構在 2008 年金融海嘯以後，由於資產證券化評等業務量明顯減少，造成營業收入及獲利同步衰退。依據 CGFS<sup>35</sup> 資料，2003 年結構型商品營收比重已占三大信評公司整體營收 40% 至 50%，再考量 2003 年至 2007 年結構型商品的發展速度，至 2008 年金融海嘯前，結構型商品的評價收入可能占三大信評公司整體營收 50% 以上。

因此，資產證券化等結構型商品的榮枯狀況，影響信評產業發展甚大。以圖 6-1 近年美國資產抵押證券(ABS，不含 MBS)發行人觀察，自 2001 年起逐步成長，到 2005 年左右達到高峰，其後逐步下滑，尤以 2007 年至 2008 年間下滑最鉅，2009 年數量雖略有小幅成長，但 2010 年又跌回較 2008 年更低的水準。另再以美國證管會公布之 NASROs 全體發布的信用評等總數量觀察，由 2009 年度的 2,905,824 個，降至 2010 年度的 2,816,599 個。所幸，美國經濟情況自 2010 年後迄今，已有復甦跡象，信評業務持續探底的機會或可獲得舒緩，但由於投資人對於資產證券化商品評等信心尚未回復，相關業務復甦力道仍弱。

---

<sup>35</sup> Committee on the Global Financial System, 2005。



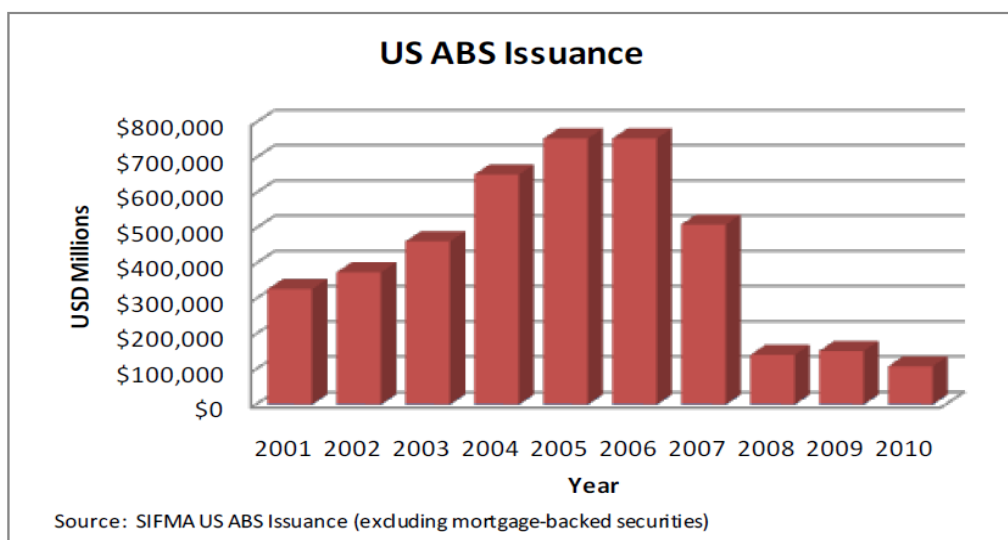


圖 6 -1：近十年美國資產抵押證券(不含 MBS)發行量

### 三、各國希望促進信評產業競爭，致使信評機構在產業內部及外部存在業務上的同質性競爭

一直以來，信用評等產業多數時間均在寡占競爭的狀態發展，再加上過去法令及內部管理規範對信用評等等級資訊的依賴，使信用評等結果對受評機構的影響層面甚鉅，因此，受評機構通常若未能獲得投資級以上的評等等級，再加上資金寬鬆沒有發行債券的需求，就沒有獲得信用評等的積極性誘因，再加上受評機構還可以節省參加信評程序衍生的相關支出與費用，造成信評公司推展企業接受評等的客戶群受限。

然而，以台灣企業為例，許多公司即便達不到投資級的信用評等，但公司若能獲得具公信力的信用評分的資訊，對其往來銀行、客戶，仍有相當大的參考作用。國內即有信用評分資訊業者，以提供台灣產業界公司的信用分數為主要業務項目之一，雖然該項信用分數屬於該公司自發性的信用評分，但就銀行界而言，仍有許多金融機構在

從事投資或授信時，會參考外部信用機構對這些客戶打出的信用分數，作為決策的一項參考。因此，台灣如欲積極發展信用評等相關產業，以傳統信評公司經營的業務項目而言，已難有新加入的競爭者而能獲利，發展信用評等產業以外的在地信用評分業務，或許是信評機構業務發展的一個選項。當然，原本從事信用評分公司也可考慮加入信用評等的競爭圈，但必須接受主管機關同樣的法規規範，與現有信評公司在相同的環境與條件下競爭，方屬合理。

## **第二節 建議**

本研究在參酌我國金融業信用評等使用狀況及上述結論後，綜合資料分析及實地訪談結果，提出如下建議：

### **一、金融監理機構應減少使用信用評等結果作為監管依據，讓金融業自行決定參考使用之信用評分機制**

當信評可信度因收費機制、競爭環境等因素使可信度下降時，主管機關需要一個新的思維從事金融監管。其中，較為可行的方式是回歸董事會或風險管理委員會等內部控管機制，來決定該公司的投資與授信等各項決策。目前國內多數金融業者對於投資或授信業務，皆訂有完整的規範控制參與標的，若各家金融機構僅須依照其內部規範進行投資，業務範圍即可不限於投資級信用評等標的，如此將予以金融機構更大的空間進行業務拓展，使金融業者產生差異化。同時，公司內部必須有詳盡的投資分析報告，以決定是否參與該項投資或授信案。投資分析報告亦應經由適當層級主管、委員會及董事會的簽署或承認，以利事後追蹤及控制，金融監理機關並得於事後視需要請業者提供。

在 2008 金融海嘯後，美國、歐盟及日本均已開始檢討監理規範對信用評等資訊的使用狀況。我國主管機關亦已全面清查相關監理法

規對信用評等資訊之使用狀況，逐步修訂法規中。如認為全面開放業務範圍不限於投資級信用評等標的，可能造成風險管控困難等影響，或可考慮以「雙軌制」實行，亦即對於風險管控、業務發展等各方面表現良好之金融機構，予以較少的限制，與現行管理規範並行，鼓勵績優金融業者業務多元發展。

## **二、金融業應隨時檢視自身各項業務規範，除參考信用評等公司資訊外，應輔以其他相關信用資訊做成適當決策**

信用評等資訊雖可做為參考依據，但仍須考量市場上最新的交易資訊，以減少誤差。舉例而言，一般公司或金融機構在財務惡化遭調降評等時，其債券價格多少都已在「調降前」相當程度的反應評等調降的結果，這些價格變動等相關的市場資訊，若能合理使用，將有助於減少對信用評等資訊的依賴程度。因此，金融業內部如有其他諸如內部評分法等模型產出的信用相關資訊，亦可提供類似的資訊而達到相同的效果。金融業更可考慮買入適合自身需求的風險專業資訊，或尋找外部專業團隊，協助建立自己的風險資訊參考架構，將有助企業以更客觀的角度與資訊評估各項決策。

此外，金融機構合理使用其他信用相關資訊，導入投資或授信的決策過程，還能達到辨別各機構發布信用資訊之參考性、促進信用評等資訊提供機構的活躍、減少整體金融機構對蒐集信用評等資訊的投入與時間花費等成效。以金融業常用的國家風險為例，過去因國家風險相關資訊較為缺乏，最常使用的即是信評公司發布的各國主權評等以及各大投資資訊期刊(如 Institutional Investor)所刊載之國家信用風險資訊，作為國家風險配置參考。然而，在歐債危機後，可以發現信用風險違約交換(CDS)常領先信用評等及期刊資訊反應各國主權風險狀況，若有專業的主權風險信用資訊機構可提供資訊參考，將可大幅

縮減金融機構在此節投入的時間及人力成本，且獲得有用的參考資訊。

### 三、為促進信用資訊提供機構合理之競爭，對其應採取同質管理規範

我國目前依據「信用評等事業管理規則」設立之信評機構僅有中華信用評等公司及英商惠譽信用評等公司台灣分公司二家，近年由於金融海嘯事件，主管機關加強對信評機構資訊揭露要求，使信評機構法規遵循成本逐漸增加，然而，整體產業業務量由於經濟環境不佳，未能有較佳的業務拓展機會，加上部分信用資訊業者亦有針對各行業(除金融業以外)之大型上市(櫃)公司，提供信用評分之服務。由於此類業者並非依據我國「信用評等事業管理規則」設立，亦談不上是信用評等機構，但其所提供之信用評分資訊，可能也會受金融業者重視，此類評分結果雖僅為金融業者之參考資訊，未來也有可能經過長期的發展，成為企業內部重要的投資及授信參考資訊。因此，未來此項業務如能由更多的業者加入競爭，將提供更多不同角度的信用參考資訊，且有助於產業的成長，使留下來的信用資訊公司能以更專業、中立的角色，提供適當的信用參考資訊。

## 參考文獻

### 一、中文文獻

1. 毛振華、閻衍，信用評級前沿理論與實踐，中國金融出版社，2007年。
2. 吳登彰、李佩真，美國及歐盟信評產業之發展及監理變革，全球金融危機專輯，中央銀行，2009年。
3. 李振宇、陳東明、鍾用、朱海峰、蔣建國、萬華偉，資信評級原理，中國方正出版社，2009年。
4. 唐友偉，從歐洲主權債務危機看信用評級機構監管」，中國房地產金融，第10期，2010年。
5. 夏敏仁、林漢川，企業信用評級—基於國外經驗的中國體系研究，上海財經大學出版社，2006年。
6. 張大成、劉宛鑫、沈大白，信用評等模型之簡介，中國商銀月刊，第21卷第11期，2002年。
7. 單良、蒙志偉、郭姣君、王慧喧，信用評等模型 12 堂課：以消費金融為例，台灣金融研訓院，2010年。
8. 黃仁德(2002)，銀行的內部信用評等及其應用，存款保險資訊季刊第15卷第3期。
9. 黃玉麗、張元與沈中華，不請自來信用評等有向下偏誤的現象嗎？—配對方法，經濟論文叢刊 (TSSCI)，2011年。
10. 趙素萍、趙飛，標普公司主權信用評級模式及其啟示，金融資本總第351期，2010年。
11. 劉澄、徐明威，信用管理，經濟管理出版社，2010年。
12. 編寫組，中國銀行間債券市場信用評級行業年度報告(2008)，中國金融出版社，2009年。

## 二、英文文獻

1. Acharya, Viral V, Thomas F. Cooley, Matthew P. Richardson, and Ingo Walter (2010), *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Wiley.
2. Asian Bankers Association(2000), “Development of Regional Standards for Asian Credit Rating Agencies-Issues, Challenges, and Strategic Options”, Asian Bankers Association.
3. Baker, H. K. and S.A. Mansi, 2002, “Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 29:1367-1398.
4. Bar-Isaac, H., Shapiro, J., 2010. Ratings quality over the business cycle, Unpublished Working Paper. Oxford University.
5. Beattie, V., and S. H. Searle, 1992, “Credit-Rating Agencies: the Relationship between Rater Agreement and Issuer/Rater Characteristics,” *Journal of International Securities Markets*, 6, 371–375.
6. Basel Committee on Banking Supervision (2001), “The New Basel Capital Accord: an explanatory note”, Bank for International Settlements.
7. Basel Committee on Banking Supervision (2009), “Stocktaking on the Use of Credit Ratings,” Bank for International Settlements.
8. Becker, B., Milbourn, T., 2011. How did increased competition affect credit ratings? *Journal of Financial Economics*, 101, 493-514.
9. Blaurock, U., 2007. Control and responsibility of credit rating agencies, *Electronic Journal of Comparative Law*, 11(3).
10. Bolton, P., Freixas, X., Shapiro, J., 2010. The credit ratings game, *Journal of Finance*, forthcoming.

11. Butler, A. W. and K. J. Rodgers, 2003, "Relationship Rating: How do Bond Rating Agencies Process Information?," Unpublished manuscript.
12. Byoun, S. and Y. S. Shin, 2003, "Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis," Working Paper, Financial Management Association Annual Meeting.
13. Camanho, N.C., Deb, P., Liu, Z., 2010. Credit rating and competition, Working Paper.
14. Cantor, R., and E. Falkenstein, 2001, "Testing for Rating Consistency in Annual Default Rates," Moody's Standing Committee on Ratings Consistency.
15. Cantor, R., and F. Packer, 1994, "The Credit Rating Industry," Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, 19, 1–26.
16. Cantor, R., and F. Packer, 1997, "Differences of Opinions and Selection Bias in the Credit Rating Industry," Journal of Banking and Finance, 21, 1395–1417.
17. Dale, R. S. and S. H. Thomas, 2000, "The Role of Credit Ratings in the Basel Capital Adequacy Proposals," ECMI Short Paper No. 2.
18. Dandapani, K., and E. R. Lawrence, 2007, "Examining Split Bond Ratings: Effect of Rating Scale," Quarterly Journal of Business and Economics, 46, 65–82.
19. Ederington, L. H., 1985, "Classification Models and Bond Ratings," The Financial Review, 20, 237–262.
20. Edward I. Altman, T. Sabri O'neil, Matthew Richardson, Anjolein Schmeits, and Lawrence J. White (2010), "Regulation of Credit Rating Agencies", Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance, Wiley, Chapter 15.

21. Elkhoury, M. (2008), “Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries,” United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) Discussion Papers No. 186.
22. European Commission, Press Release: “Commission wants better quality credit ratings,” November 15, 2011.
23. ESMA, Press Release: “ESMA allows EU-registered CRAs to endorse credit ratings issued in the US, Hong Kong and Singapore,” March 15, 2012.
24. Fairchild, L., S. Flaherty and Y. Shin, 2009, “Analysis of Unsolicited Credit Ratings: New Evidence from Moody’s,” *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12:103-123.
25. Ferri, G., and L. G. Liu, 2004, “How do Global Credit-Rating Agencies Rate Firms from Developing Countries?” *Asian Economic Papers*, 2:3, The Earth Institute at Columbia University and the Massachusetts Institute of Technology.
26. Ferri, G., and L. G. Liu, and G. Majnoni, 2001, “The Role of Rating Agency Assessments in Less Developed Countries: Impact of the Proposed Basel Guidelines,” *Journal of Banking and Finance*, 25, 115–148.
27. Gan, Y. H., 2004, “Why Do Firms Pay for Bond Ratings When They Can Get Them for Free?,” Working Paper, Wharton School.
28. Guillermo Larraín, Helmut Reisen and Julia von Maltzan (1997), “Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings”, OECD.
29. Harington, H., 1997, “Not moody – just angry,” *The Banker*, February, 22-23.
30. Heckman, J., 1979, “Sample Selection Bias as a Specification Error,” *Econometrica*, 47:153-162.



31. Huw Jones, "EU lawmaker wants to toughen up draft ratings law," Reuters, Feb 28, 2012.
32. Japan Center for International Finance, 1999, "Characteristics and Appraisal of Major Rating Companies-Focusing on Ratings in Japan and Asia," (April).
33. Jewell, J., and M. Livingston, 1999, "A Comparison of Bond Ratings from Moody's, S&P and Fitch IBCA," Financial Markets, Institutions and Instruments, 8, 185–204.
34. Livingston, M., A. Naranjo, and L. Zhou, 2006, "Split Bond Ratings and Ratings Migration," Working paper, University of Florida.
35. Livingston, M., A. Naranjo, and L. Zhou, 2007, "Asset Opacity, Split Ratings and Rating Migration, Financial Management, Autumn, 49–62.
36. Mariano, B., 2010. Market power and reputational concerns in the ratings industry, mimeo, Universidad Carlos III de Madrid.
37. Millon, M.H., Thakor, A.V., 1985. Moral hazard and information sharing: a model of financial information gathering agencies, Journal of Finance, 40, 1403-1422.
38. Moon, C. G., and J. G. Stotsky, 1993, "Testing the Differences between the Determinants of Moody's and Standard & Poor's Ratings: An Application of Smooth Simulated Maximum Likelihood Estimation," Journal of Applied Econometrics, 8, 69–81.
39. Morgan, D. P., 2002, "Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry," The American Economic Review, 92, 874–888
40. Pittman, M., 2008. Moody's, S&P defer cuts on AAA subprime, hiding loss, Bloomberg News Service, March 11.
41. Poon, W. (2003), "Are Unsolicited Credit Ratings Biased

- Downward?,” *Journal of Banking and Finance*, 27:593-614.
42. Poon, W. and M. Firth (2005), “Are Unsolicited Credit Ratings Lower? International Evidence from Bank Ratings,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 32:1741-1770.
  43. Poon, W., J. Lee and B. E. Gup, 2009, “Do Solicitations Matter in Bank Credit Ratings? Results from a Study of 72 Countries,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 41:285-314.
  44. Ramakrishnan, R.T.S., Thakor, A.V., 1984. The valuation of assets under moral hazard, *Journal of Finance*, 39, 229-238.
  45. Richard Cantor and Frank Packer(1994), “The Credit Rating Industry”, *FRBNY Quarterly Review/ Summer-Fall 1994*.
  46. Rojas-Suarez, L., 2001, “Rating Banks in Emerging Markets: What Credit Rating Agencies should Learn from Financial Indicators,” *Institute for International Economics. Working Paper No. 01–06*.
  47. Satoshi Nakagawa (2010), *Perspective on “Roles of Regional Credit Rating Agencies”*, OECD.
  48. Shimoda, N. and Y. Kawai, 2007, “Credit Rating Gaps in Japan: Differences between Solicited and Unsolicited Ratings and “Rating Splits,” *Bank of Japan Working Paper Series*.
  49. Standard & Poor’s (2008), *Sovereign Credit Ratings: A Primer*.
  50. Standard & Poor’s (2008), *Coporate Ratings Criteria*.
  51. Standard & Poor’s (2011), *Banks: Rating Methodology and Assumptions*, Global Credit Portal
  52. Standard & Poor’s (2011), *Group Rating Methodology and Assumptions*, Global Credit Portal
  53. Skreta, V., Veldkamp, L., 2009. Ratings shopping and asset complexity: a theory of ratings inflation, *Journal of Monetary*

Economics, 56, 678-695.

54. Sy, Amadou. (2009), “The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets”, IMF Working Paper.
55. Taiwan Ratings, 2012 “Credit & Risk Training-Financial Institutions Credit Risk Analysis,” October.
56. The European Parliament and the Council, Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, September 16, 2009.
57. The European Parliament and the Council, Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council, November 24, 2010.
58. The European Parliament and the Council, Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council, May 11, 2011.
59. U.S. Securities and Exchange Commission (2011), Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations.
60. U.S. Securities and Exchange Commission (2012), Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations.
61. VanRoy, P. (2006), “Is There a Difference Between Solicited and Unsolicited Bank 26 Ratings and, If So, Why?,” National Bank of Belgium Working Paper No. 79.



## 附錄一\_信用評等事業管理規則

(民國 99 年 10 月 28 日修正發布)

- 第一條 本規則依證券交易法(以下簡稱本法)第十八條第二項規定訂定之。
- 第二條 本規則所稱信用評等事業，指依獨立、客觀、公正之精神，對於評等標的之信用風險程度或績效進行評等之事業。  
本規則所稱國際知名信用評等機構，指成立滿五年，曾擔任跨國債券發行之信用評等業務經驗五次以上，且被評等標的之實際發行總金額逾五億美元者。  
本規則所稱業務人員，指與信用評等業務直接有關之人員。
- 第三條 經營信用評等事業，應經行政院金融監督管理委員會(以下簡稱本會)核准，並發給營業執照後，始得營業。其設置分支機構者，亦同。  
信用評等事業申請在國外設置分支機構者，須經本會核准，並應於設置完成一個月內，檢具下列書件向本會申報備查：  
一、當地國主管機關核准設立之文件影本。  
二、經理人及業務人員名冊。
- 第四條 信用評等事業除本規則另有規定外，以股份有限公司組織為限。  
信用評等事業實收資本額不得少於新臺幣五千萬元，發起人並應於發起時一次認足之。
- 第五條 國際知名信用評等機構，申請在中華民國境內設立分支機構者，應檢附證明文件及專撥新臺幣五千萬元以上營業所用之資金證明，報經本會核准。  
前項經核准設立之分支機構，不受前條第一項規定之限制。
- 第六條 下列各款情事之一者，不得充任信用評等事業之發起人、董事、監察人或經理人；其已充任者，由本會依本法第十八條之一第二項準用第五十三條規定解任之，並由本會函請經濟部撤銷其董事、監察人或經理人登記：  
一、有公司法第三十條各款情事之一。  
二、曾任法人宣告破產時之董事、監察人、經理人或與其地位相等之人，其破產終結尚未逾三年或協調未履行。  
三、最近三年內在金融機構使用票據拒絕往來或喪失債信紀錄。  
四、受本法第五十六條、第六十六條第二款、證券投資信託及顧問法第一百零三條第二款或第一百零四條解除職務之處分，尚未逾三年。  
五、受期貨交易法第一百條第一項第二款或第一百零一條第一項撤換或解除職務之處分，尚未逾五年。  
六、違反本法、銀行法、金融控股公司法、信託業法、票券金融

管理法、金融資產證券化條例、不動產證券化條例、保險法、期貨交易法、證券投資信託及顧問法、管理外匯條例、信用合作社法、農業金融法、農會法、漁會法、洗錢防制法、會計師法、商業會計法或其他金融管理法，受刑宣告確定，尚未執行完畢，或執行完畢、緩刑期滿或赦免後尚未逾五年。

七、有事實證明曾經從事或涉及其他不誠信或不正當活動，足以顯示其不適合從事信用評等業務。

發起人、董事或監察人為法人者，前項規定，於該法人代表人或指定代表行使職務者，準用之。

第七條 信用評等事業經營下列業務：

- 一、從事信用風險程度或績效之評等。
- 二、提供與評等相關之諮詢服務。
- 三、進行與評等業務相關之出版事宜。
- 四、其他經本會核准之有關業務。

第八條 信用評等事業評等之標的，其範圍如下：

- 一、公司、證券商、期貨商、證券期貨相關事業或其他金融機構。
- 二、有價證券或其他金融商品。
- 三、其他經本會核准者。

第九條 依第四條規定設立信用評等事業，發起人至少應有一為國際知名信用評等機構，且其所認股份，合計不得少於第一次發行股份之百分之二十，並應檢附申請書及下列文件，附具相關證明文件，向本會申請核准：

- 一、公司章程。
- 二、營業計畫書。
- 三、發起人名冊，載明姓名或名稱、住址與出資金額及無第六條第一項各款情事之聲明文件。
- 四、發起人會議紀錄。
- 五、連續五年與國際知名信用評等機構技術協助安排之承諾書件及執行計畫。
- 六、其他經本會規定之書件。

國際知名信用評等機構依第五條規定在中華民國境內設立分支機構者，應檢附申請書及下列文件，並附具相關證明文件，向本會申請核准：

- 一、公司章程或相當於公司章程之文件。
- 二、營業計畫書。
- 三、符合第二條第二項所稱之國際知名信用評等機構條件之證明文件。
- 四、董事會對於申請在中華民國設立分支機構之決議錄。

- 五、董事及其他負責人之姓名、國籍、住所。
- 六、在中華民國境內指定訴訟及非訴訟代理人之姓名、國籍、住所或居所、身分證明文件及其授權書。
- 七、指定代理人辦理申請設立分支機構所簽發之授權書。
- 八、其他經本會規定之書件。

第一項第二款及前項第二款所稱營業計畫書，應載明下列事項：

- 一、業務經營原則、事業內部組織及內部控制之規劃。
- 二、人員招募、訓練及場地設備概況。
- 三、未來一年之財務預測。
- 四、其他有關業務經營事項。

第十條 依第四條規定設立之信用評等事業應自本會核准之日起六個月內依法完成公司設立登記後，檢附申請書及下列書件，並附具相關證明文件，向本會申請核發營業執照：

- 一、公司設立登記核准函影本。
- 二、公司業務章則。
- 三、股東名冊及股東會議事錄。
- 四、董事、監察人名冊及無第六條第一項各款情事之聲明文件。
- 五、董事會議事錄。
- 六、經理人名冊與無第六條第一項各款情事之聲明文件及符合第十七條第一項各款資格之證明文件。
- 七、業務人員名冊及無本法第五十四條第一項各款情事之聲明文件。
- 八、其他經本會規定之書件。

國際知名信用評等機構依第五條規定在中華民國境內設立分支機構者，應自本會核准之日起六個月內依法完成分支機構設立登記後，檢附申請書及下列書件，並附具相關證明文件，向本會申請核發營業執照：

- 一、分支機構設立登記核准函影本。
- 二、符合第五條第一項規定之營業資金證明文件。
- 三、公司業務章則。
- 四、董事、監察人名冊及無第六條第一項各款情事之聲明文件。
- 五、經理人名冊與無第六條第一項各款情事之聲明文件及符合第十七條第一項各款資格之證明文件。
- 六、業務人員名冊及無本法第五十四條第一項各款情事之聲明文件。
- 七、其他經本會規定之書件。

信用評等事業辦理公司或分支機構設立登記後，未於六個月內申請核發營業執照者，本會得廢止其核准。但有正當理由者，得申請本

會核准延展，延展期限不得超過六個月，並以一次為限。

第十一條 前條第一項第二款公司業務章則，應記載下列事項：

- 一、組織結構及部門職掌。
- 二、內部管理控制制度：包括評等獨立性、利益衝突及法令遵循之相關規範。
- 三、內部會計控制制度。
- 四、人員配置、管理及培訓。
- 五、經營業務之原則及方針。
- 六、評等程序、等級、標準及權責劃分：包括各項業務信用評等方法論及統計資料庫之建置與運用方式。
- 七、評等委員會之組織及運作。
- 八、評等之發布及相關保密措施。
- 九、其他經本會規定應行記載事項。

本規則中華民國九十九年十月二十八日修正施行前已完成設立登記之信用評等事業，應於修正施行之日起六個月內，依前項規定修正公司業務章則，並報本會備查。

前項公司業務章則應記載事項之重點規範內容，由本會另定之。

信用評等事業業務之經營，應依法令、章程及第一項所訂公司業務章則為之。

第一項公司業務章則之訂定或變更，應報經本會備查；經本會通知變更者，應於限期內變更之。

第十二條 信用評等事業為下列行為，應先報本會核准：

- 一、變更公司章程。
- 二、合併。
- 三、停業或復業。
- 四、解散。
- 五、讓與全部或主要部分之營業。
- 六、其他經本會規定應經核准之事項。

第十三條 信用評等事業有下列情形之一者，應於十日內向本會申報：

- 一、股東會或董事會之決議。
- 二、持有公司股份超過股份總額百分之十之股東股權異動。
- 三、董事、監察人及經理人及業務人員之異動。
- 四、變更主要營業處所。
- 五、發生重整、清算、破產或重大訴訟案件等情事。
- 六、其他經本會規定應申報之事項。

國際知名信用評等機構依第五條規定核准在中華民國境內設立分支機構者，得不適用前項第一款與第二款，及第三款有關董事、監察人異動申報規定；其本公司有下列情事之一者，該分支機構應主動



檢具事由及資料於十日內向本會申報：

- 一、解散或停止營業。
- 二、發生重整、清算或破產之情事。
- 三、重大違法案件或為當地國主管機關撤銷營業許可。
- 四、合併、讓與或受讓全部或重要部分資產或營業。
- 五、發生重大訴訟案件。
- 六、重大營運政策之改變。
- 七、當地國管理法規有重大變動。
- 八、其他足以影響公司繼續營運之重大情事。

第一項第三款人員之異動，所屬信用評等機構在辦妥異動之申報前，對相關人員之行為仍不能免責。

第十四條 信用評等事業應於每營業年度終了後三個月內，向本會申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告，並應申報前一年度已公布之信用評等結果。

前項年度財務報告與股東常會承認之年度財務報告不一致者，應於事實發生之日起二日內向本會申報。

國際知名信用評等機構依第五條規定經核准在中華民國境內設立分支機構者，該分支機構之財務報告應依第一項規定辦理。但得免經董事會通過及監察人與股東常會承認。

第十五條 信用評等事業應於其公司網站公告下列事項：

- 一、於每營業年度終了後三個月內公告營業報告書。
- 二、信用評等結果、方法及關鍵性假設，惟不涉及對外使用之信用評等，不在此限。信用評等事業並應於發生下列情事時即時辦理公告：
  - (一)信用評等結果之發布、中斷或變更，並應併同公布過去五年之歷史評等結果。
  - (二)信用評等方法及關鍵性假設發生變動。

信用評等事業為前項第二款之公告時，應註明分析資料受限情形及信用評等無法反映之風險。對於結構型商品或非屬受評等機構主動要求產生之信用評等，須採取適當標示，以為區隔。

第一項所稱營業報告書，其內容應記載下列事項：

- 一、公司簡介：包括設立日期、公司沿革、組織系統、董事、監察人或持股超過百分之十大股東股權之組成。董事、監察人屬法人股東代表者，應註明法人股東名稱及該法人之股東持股比例，占前十名之股東名稱及其持股比例。
- 二、營運概況。應包括下列事項：
  - (一)信用評等方針、方法、模型及假設。
  - (二)委外作業內容。

(三)前一年度已公布之信用評等結果及信用評等異動資訊。

(四)各信用評等種類歷年違約比率資料。

(五)客戶及該客戶之關係企業合併對信用評等事業之年營業收入貢獻超過百分之十者，其名稱及所占營業收入比例。

三、財務概況：包括信用評等收入占總營業收入比例、信用評等服務以外其他營業收入占總營業收入比例。

四、財務狀況及經營結果之檢討分析與風險事項。

五、特別記載事項。

第十六條 信用評等事業內部單位之組設、員額編制及職稱等事項，應訂定組織規程，報本會備查。

信用評等事業之內部控制制度及年度內部稽核計畫，除應依證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則辦理外，尚應包括下列項目：

一、評等程序之管理：包括評等委員會之運作、評等模型與方法之適當性及評等紀錄之保存。

二、評等獨立性之遵循制度與執行。

三、依第十五條規定進行資訊公告作業之控制。

本規則中華民國九十九年十月二十八日修正施行前已完成設立登記之信用評等事業，應於修正施行之日起六個月內，依前項規定修正內部控制制度，並報本會備查。

信用評等事業從事評等時，應設置評等委員會，負責評等結果之最終審定，並應定期檢視信用評等模型及方法之適當性；當受評等機構或受評等標的所表彰之資產風險特性改變時，應重新評估評等結果之適當性，並為必要處置。

評等委員會委員之資格，準用第六條第一項及第十七條第一項各款之規定。

第十七條 信用評等事業之經理人，除不得有第六條第一項各款情事外，應具備下列資格之一：

一、具有碩士以上學位，曾任證券、金融、期貨相關機構或公、民營企業主管職務一年以上，或曾在國內、外獨立學院以上學校任講師以上職務或具評等相關工作經驗一年以上，成績優良者。

二、大專以上學校畢業，曾任證券、金融、期貨相關機構或公、民營企業主管職務三年以上，或具評等相關工作經驗三年以上，成績優良者。

三、曾任證券、金融、期貨相關機構或公、民營企業主管職務五年以上者。

四、有其他事實足資證明其具備評等專業知識或評等專業經驗，

可健全有效經營評等業務者。

前項所稱經理人，包括總經理、副總經理、協理與業務單位之經理及副經理。

第十八條 信用評等事業之董事、監察人、經理人、受任人或受雇人，不得以任何方式在受評等機構或受評等標的之發行機構兼職或擔任名譽職位。但受評等機構或受評等標的之發行機構因投資關係，報經本會核准者，其董事、監察人或經理人得兼為信用評等事業之董事、監察人。

第十九條 信用評等事業之董事、監察人或經理人不得投資於其他信用評等事業，或兼為其他信用評等事業之董事、監察人或經理人。但國際知名信用評等機構依第九條規定投資設立信用評等事業而兼任董事、監察人或經理人，報經本會核准者，不在此限。

第二十條 信用評等事業之經理人及業務人員應為專任，非經申報本會，不得執行業務。

前項之業務人員，不得有本法第五十四條第一項各款情事。

第二十一條 信用評等事業不得有下列情事：

- 一、為任何保證人、票據背書或提供財產供他人設定擔保。
- 二、為信用評等事業之關係企業或與其有投資或分享利益關係之企業從事信用評等服務。
- 三、為信用評等事業已提供諮詢服務之企業或金融商品從事信用評等服務。惟諮詢服務期間結束已逾三年者，不在此限。
- 四、發布無分析基礎或無合理根據之信用評等報告或資訊，足以影響市場秩序或有損害公益之虞。

第二十二條 評等委員會成員有下列情事之一者，應予迴避：

- 一、本人或配偶現為受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構及證券承銷商之聘僱，擔任經常性工作，支領固定薪給。
- 二、本人或配偶任職之機構與受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構及證券承銷商，互為關係人。
- 三、本人曾任受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構及證券承銷商之職員，而解職未滿二年。
- 四、本人與受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構及證券承銷商負責人或經理人有配偶或二親等以內親屬關係。
- 五、本人或配偶與受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構及證券承銷商有投資或分享利益之關係。

- 六、本人為受評等機構或受評等標的之發行機構之簽證會計師。
- 第二十三條 信用評等事業之董事、監察人、評等委員會成員、經理人、受任人或受雇人，不得有下列行為：
- 一、以職務上所知悉之消息，直接或間接從事買賣有價證券或其他金融商品之交易活動。
  - 二、非應依法令所為之查詢，洩漏職務上所獲悉之秘密。
  - 三、發布無分析基礎或無合理根據之言論或資訊，足以影響市場秩序或有損害公益之虞。
  - 四、參與結構性商品之設計及建議。
  - 五、要求期約或收受來自受評等機構或受評等標的之發行機構、創始機構、安排機構及證券承銷商之不正利益。
  - 六、其他違反法令之情事。
- 前項人員具有決定信用評等等級、核決信用評等使用方式權限者，不得參加評等費用討論、協商及安排。
- 第二十四條 信用評等事業或其董事、監察人、經理人、受任人或受雇人，違反本規則之規定者，依本法及其他有關之法律規定論處。
- 第二十五條 信用評等事業從事信用評等業務相關資料，應至少保存五年。但有爭議者，應保存至該爭議消除為止。
- 前項應保存之評等業務相關資料應包含下列書件：
- 一、評等程序及方法及其變動情形。
  - 二、評等分析與報告。
  - 三、參與評等決策人員名冊。
  - 四、評等過程相關討論及內部與外部聯繫資料。
  - 五、最終信用評等結果與量化模組推算結果之差異說明。
  - 六、信用評等之初始評等、續後評等、調整評等及撤銷評等資料，以及因前述評等結果而遭申訴之相關紀錄。
  - 七、受評者申覆過程與相關文件。
- 第二十六條 本會得隨時命令信用評等事業提出財務、業務報告或其他參考資料，並得直接檢查其財務、業務狀況。
- 第二十七條 本規則所定有關書件格式及內容，由本會另定之。
- 依本規則規定應檢具之書件，其屬外文者，均須附具主要內容之中文摘譯本。
- 第二十八條 本規則自發布日施行。

## 附錄二\_信用評等事業業務章則應行記載事項

(民國 100 年 1 月 31 日修正發布)

一、依據信用評等事業管理規則第十一條第三項規定訂定之。

信用評等機構之業務章則應記載下列事項：

- (一) 組織結構及部門職掌。
- (二) 內部管理控制制度。
- (三) 內部會計控制制度。
- (四) 人員配置、管理及培訓制度。
- (五) 經營業務之原則及方針。
- (六) 評等程序、等級、標準及權責劃分。
- (七) 評等委員會之組織與運作。
- (八) 評等之發布及相關保密措施。
- (九) 其他經行政院金融監督管理委員會規定應行記載事項。

二、組織結構及部門職掌：

(一) 組織結構：

- 1.信用評等機構應設置董事長及總經理各一人、副總經理數人、以及經理人若干人。
- 2.股東、董事會及監察人之職權，除依法律規定者外，應依公司章程及內部組織規章之規定執行之。

(二)部門職掌：信用評等機構應設置評等及行銷管理等部門，以負責業務之執行，且評等及行銷管理部門之業務應相互區隔。

三、內部管理控制制度：

- (一) 財務、人事、文書、檔案及電腦系統管理。
- (二) 評等獨立性、利益衝突防範及法令遵循之相關政策。
- (三) 風險管理政策。
- (四) 評等資料之保存。

四、內部會計控制制度應包括會計作業、財務作業及出納作業。

五、人員配置、管理及培訓：

- (一) 人員之編制計畫及配置情形。
- (二) 人員之資格條件與任用規定。
- (三) 人員之教育及訓練計畫。
- (四) 人員行為準則。
- (五) 人員輪調政策。
- (六) 人員薪酬政策。

六、經營業務之原則及方針：

- (一) 經營業務原則：包括公司設立之目的及經營上所應遵守之宗旨與原則。

(二) 業務發展目標：包括公司之業務目標及相關配合措施與計畫。

#### 七、評等程序、等級、標準及權責劃分：

信用評等機構之評等作業應依下列程序實施：

##### (一) 資訊的蒐集：

- 1.信用評等機構應確保評等方法、模型及假設，其使用之資訊應足夠且具可信度，倘使用之相關資料受限，信用評等結果公告時應註明分析資料受限情形。
- 2.如有必要，得與受評機構或發行機構之管理階層進行會議。

##### (二) 分析流程：

- 1.分析之主要因素包括：產業風險、公司經營策略、業務檢討、經營績效、投資資本化、流動性、財務之彈性。
- 2.信用評等機構應使用精確、具系統性、一致性且可以歷史資料驗證之評等方法，包括定量與定性之分析，並應定期檢視所使用之方法及模型。
- 3.分析報告完成後應提交評等委員會。

##### (三) 提評等委員會討論：

- 1.信用評等機構應提交符合內部分分析方法之報告予評等委員會討論。
- 2.信用評等機構應確認評等結果及評等報告符合評等委員會決議。

(四) 申覆程序：受評機構或發行機構不同意評等結果並提出申覆請求時，應提出具體說明及新資訊，由評等委員會評估是否重新召開會議並重行審查決議之。

##### (五) 評等結果之公開：

- 1.評等結果應對外公開，但不涉及對外使用之信用評等，不在此限。
- 2.評等結果之公開方式及內容應符合第九點之規定。

##### (六) 續後評等：

- 1.評等委員會決議評等等級後，信用評等機構應持續檢視評等結果，至該評等撤銷為止。
- 2.信用評等機構應確認具有足夠資源以監測受評等機構或受評等標的所表彰資產之風險特性，當相關風險特性改變時，應重新評估評等結果之適當性，並為必要處置。

信用評等事業應參考國際慣例及本國實務狀況訂定評等等級及標準（或原則），並應以一般投資大眾可理解之方式敘明每一等級之意義。另並應建立工作（作業）手冊，俾一致性處理及便於依循。

#### 八、評等委員會之組織與運作：

(一) 評等委員會之規模及組成人數。

(二) 評等委員會成員之選任。信用評等機構應確保評等委員會之成員具充分之專業知識與經驗，且未有信用評等事業管理規則第二十二條、第二十三條或其他經信用評等機構評估涉有利益衝突等情事。

(三) 召集人之選派。

- (四) 評等委員會之召集。
- (五) 評等會議之進行與討論。
- (六) 評等結果之決議與公布。

九、評等之發布及相關保密措施：

- (一) 受評機構或發行機構得要求對於信用評等內容涉及商業機密部分，予以保密之條件。
- (二) 評等結果與相關資料之運用或發布，應遵循個人資料保護法相關規定。
- (三) 信用評等機構對於評等結果之發布，除應依信用評等管理規則第十五條相關規定辦理公告外，得依下列方式為之：
  - 1. 於評等報告發布前通知受評機構或發行機構，俾確認評等報告內容無重大錯誤。
  - 2. 對於信用等級確定後，得將評等結果送交評等資料之訂戶，並通知國內外新聞媒體。
  - 3. 對信用等級確定之評等結果，得出版詳盡或摘要之分析報告，提供訂戶作為研究個別借款者信用風險之參考。